Report on the Management of Canada's Official International Reserves

2004

Canada

Report on the Management of Canada's Official International Reserves

2004

Department of Finance Canada
Ministère des Finances Canada

© Her Majesty the Queen in Right of Canada (2005)
All rights reserved

All requests for permission to reproduce this document or any part thereof shall be addressed to Public Works and Government Services Canada.

Available from the

Distribution Centre
Department of Finance Canada
Room P-135, West Tower
300 Laurier Avenue West
Ottawa, Ontario K1A 0G5
Tel: (613) 995-2855
Fax: (613) 996-0518

This document is available on the Internet at
www.fin.gc.ca

Cette publication est également disponible en français.

Cat. No.: F1-31/2004E
ISBN 0-662-40265-0

105-05075/

Table of Contents

Purpose of the Report 5

Highlights of 2004 7

Overview of the Exchange Fund Account 9

Management Framework 9

Governance of the EFA 10

EFA Management Policy 10

Review of Operations in 2004 15

Major Initiatives 15

The Market Environment 17

Composition of the Official International Reserves 18

Changes in the Level of the Official International Reserves 20

Sources of Changes During 2004 20

Financing 22

Portfolio Performance 23

Risk Measures 26

Annex 1: Foreign Exchange Market Intervention 28

Annex 2: Investment and Credit Guidelines for the EFA 29

Annex 3: Canada's Official International Reserves 32

Annex 4: Glossary 33

Financial Statements 35

Purpose of the Report

The 2004 *Report on the Management of Canada's Official International Reserves* provides a detailed overview of the Government's official international reserves management operations, primarily the operations of the Exchange Fund Account (EFA), for the 2004 calendar year.

The EFA, which represents the largest component of the official international reserves, is an actively managed portfolio of liquid foreign currency assets, maintained to provide foreign currency liquidity for the Government of Canada and to provide the funds needed to help promote orderly conditions for the Canadian dollar in foreign exchange markets. The EFA is funded by liabilities of the Government of Canada denominated in, or converted to, foreign currency. Assets and liabilities are matched as closely as possible in currency and duration to minimize the Government's exposure to currency and interest rate risks.

The EFA is governed by the provisions of the *Currency Act*, which requires the Minister of Finance to report to Parliament on the operations of the EFA for each calendar year within five months after the end of that year. As such, the report provides a comprehensive account of the framework within which the EFA is managed, its composition and changes during the year, and strategic policy initiatives. The accompanying financial statements, audited by the Auditor General of Canada, provide information on the year-end position in the EFA portfolio.

Canada's total official international reserves stood at US$34,467 million as of December 31, 2004 (Table 1). The official international reserves consist of the EFA (US$31,030 million), the reserve position in the International Monetary Fund (IMF) (US$3,327 million), and foreign currency accounts held by the Bank of Canada (US$105 million) and the Receiver General (US$5 million).

Table 1

The EFA and Official International Reserves

	2003	2004	Change
	(market value in millions of US dollars, as at December 31)		
Securities[1]	29,111	27,834	-1,277
Deposits	2,315	2,223	-92
Gold	45	48	3
Special drawing rights (SDRs)	838	925	87
Total EFA	32,309	31,030	-1,279
IMF reserve position	3,848	3,327	-521
Bank of Canada account	106	105	-1
Receiver General account	5	5	0
Total official international reserves	36,268	34,467	-1,801

[1] Includes securities issued by sovereigns, agencies and supranationals (international financial organizations).

Highlights of 2004

During 2004 notable developments were:

Change in the level of the official international reserves: As of December 31, 2004, the official international reserves declined to US$34.5 billion from US$36.3 billion as at December 31, 2003. This reflects a US$1.3-billion decrease in EFA assets and a US$0.5-billion decrease in the IMF reserve position.

Change in the level of the EFA: The decline in the EFA from US$32.3 billion to US$31.0 billion was largely due to foreign currency debt maturities, which were met through sales and maturities of assets. The reduction was partly offset by an increase in the value of the EFA, primarily due to the appreciation of the euro against the US dollar.

Funding sources: The program of cross-currency swaps of domestic obligations was the Government's primary source of foreign currency funding. The Government raised US$3.1 billion at an average cost of 3-month US$ LIBOR (London Inter-Bank Offered Rate) less 44 basis points, a slightly more cost-effective funding level than in recent years.

Investment policy: EFA investment policy was reviewed with the aim of assessing the range of assets eligible for investment and ensuring that the Government's policies are in line with leading practices of other comparable sovereign asset managers. As part of this process, the principles and objectives governing the management of the EFA were restated.

Reporting framework: Internal reporting was strengthened with the implementation of a new performance and risk reporting framework. The new framework combines the formerly separate monthly and quarterly investment and risk reports and emphasizes an integrated approach, which improves awareness and understanding of risk/return trade-offs.

Portfolio performance: The EFA is managed on an asset-liability portfolio basis that aims to optimize return and to minimize any cost of carry (interest paid on liabilities less interest earned on assets, plus realized gains) on the portfolio. During 2004, the Government earned net revenues on the EFA of US$91 million, or 25 basis points (27 basis points when the IMF reserve position is included), which reflects US$160 million in realized gains on US-dollar and euro asset sales, partially offset by net interest costs of US$69 million (US$64 million when the IMF reserve position is included).

New measure of performance: A new methodology called total return was introduced to measure performance. Total return is a measure based on the market value of both the EFA assets and liabilities and captures three key variables: realized gains/losses on sales of assets, unrealized gains/losses on existing portfolio assets and liabilities, and net interest income. The Government earned a total return of 20 basis points on the EFA portfolio in 2004. When the IMF reserve position is included, the total return increases to 59 basis points.

Annual audit: The Office of the Auditor General conducted its annual audit of the EFA as an investment portfolio. The audited financial statements and a clean audit opinion are included at the end of this report.

Overview of the Exchange Fund Account

This section describes the EFA management framework, including the purpose, objectives and guiding principles; the governance structure of the EFA; and the policies governing investment, asset-liability management, risk management and performance assessment.

Management Framework

Purpose

The purpose of the EFA is to provide a source of funds needed to help promote orderly conditions for the Canadian dollar in the foreign exchange market, and to provide foreign currency liquidity for the Government of Canada.

Key Objectives

Maintain a high standard of liquidity: Hold reserves in assets that mature or can be sold on very short notice with minimal market impact and therefore loss of value.

Preserve capital value: Minimize risk of loss of market value by holding a diversified portfolio of high-quality assets (in terms of credit rating and type of issuer), managing assets and liabilities on a matched basis (in terms of currency and duration) and using appropriate practices to mitigate risks.

Optimize return: Achieve the highest possible level of return, while respecting the liquidity and capital preservation objectives.

Guiding Principles of Funds Management

Government funds management, which encompasses a wide range of activities related to the issuance of debt and the management of liquid financial assets, including the EFA, follows three general principles:

- *Governance:* The governance framework should ensure that debt and asset management activities are conducted in line with clearly established operational and risk guidelines and that risk monitoring and oversight are independent of treasury management operations.
- *Transparency:* Information on the management and performance should be disclosed in a timely manner so as to ensure public understanding and accountability.
- *Leading practices:* Operational frameworks and practices should be in line with leading practices of other comparable sovereigns. Regular evaluations should be conducted on the effectiveness of the governance framework, policy initiatives and operations.

Additional Reserves Management Principles

- *Prudence:* Borrowing and investment activities should be managed to limit exposure to risk and protect the value of the Government's assets.
- *Cost-effectiveness:* The carrying cost of reserves, taking into account the return on assets and the cost of liabilities, should be kept as low as possible.

Governance of the EFA

The EFA is governed by Part II of the *Currency Act*, which requires the Minister of Finance to report to Parliament on the operations of the EFA each calendar year within five months after the end of that year. The legislative mandate of the EFA is to aid in the control and protection of the external value of the Canadian dollar. The Minister of Finance can acquire, sell or lend for the Account those assets that are deemed appropriate for the legislated purpose. The Minister of Finance approves the general policies and strategy related to the investment and risk management of the EFA and, in particular, establishes the target level of reserves.

Responsibility for strategic planning and the operational management of the EFA is jointly borne by the Department of Finance Canada and the Bank of Canada. The Bank of Canada, acting as fiscal agent for the Minister of Finance, executes transactions for the Account.

The oversight of activity is through the Funds Management Committee (FMC), which comprises senior management from the Department of Finance Canada and the Bank of Canada. The FMC advises the Minister of Finance on policy and strategy, oversees the implementation of approved policy and plans, and reviews performance outcome reports.

The FMC is supported by a Risk Committee (RC), whose mandate is to oversee and advise on the risk management policy and to report to the FMC on financial risk positions and exposures. The Financial Risk Office at the Bank of Canada provides analytical support to the RC in this role and is responsible for monitoring and regularly reporting on the financial performance and position of the EFA, including market, credit, operational, liquidity and legal risks.

EFA Management Policy

Management of the EFA follows a set of policies that apply to investment, asset-liability management, risk management and performance assessment.

Investment Policy

EFA investment policy strives to optimize return, subject to liquidity and capital preservation objectives. To achieve this, the Government's policy is to invest primarily in securities (bonds and bills) issued by sovereigns, agencies or supranationals denominated in US dollars, euro and yen. Reserves can also be invested in cash deposits with financial institutions and in US-dollar tri-party repurchase agreements (repos).

Furthermore, the investment policy splits investments into two tiers: the Liquidity Tier and the Investment Tier. The Liquidity Tier serves to meet the Government's core liquidity requirements in foreign currencies. It consists of highly rated US-dollar-denominated assets, such as Treasuries, discount notes and overnight bank deposits. The Investment Tier consists of a diversified mix of high credit quality securities denominated in US dollars, euro and yen.

To support the investment policy, the investment of reserves is governed by the ministerially approved investment and credit guidelines (see Annex 2), which include limits pertaining to issuers and counterparties across all lines of business and require diversification of assets and counterparties. In addition, high liquidity standards are defined in the guidelines. There are also rules governing the maximum maturity of reserve assets.

In practice, the EFA portfolio is mainly invested in sovereign and agency securities (82 per cent), as these securities enhance both liquidity and capital preservation (Chart 1).[1] This composition has stayed relatively stable over the last five years. The share of deposits is relatively small because money market securities offer lower returns than other investment options. The liquidity tier is composed mainly of US Treasuries, unchanged from previous years, given that they are the most liquid securities in the market.

Chart 1
EFA Investments by Issuer
as at December 31, 2004
(market value)

As for the currency mix, the Government's practice is to hold about US$15 billion, subject to an operating range, in US dollars. This reflects the fact that foreign currency needs are mostly in US dollars and that, historically, foreign exchange intervention has taken place primarily in the Canadian/US-dollar exchange market.

[1] Excludes gold and SDR holdings.

As at December 31, 2004, the US-dollar share of the EFA portfolio was US$14.3 billion (or 47.7 per cent), the euro share was 19.8 billion euros (or 48.7 per cent) and the yen portion was 112.1 billion yen (or 3.6 per cent) (Chart 2).[2] The proportion of euro holdings in the EFA portfolio has increased over the years as a result of attractive yield opportunities in the euro market and the appreciation of the euro against the US dollar. This is consistent with the Government's objective of optimizing return while respecting the liquidity and capital preservation objectives.

Chart 2
Currency Composition of the EFA as at December 31, 2004
(market value)

Asset-Liability Management Policy

Policy requires that foreign currency reserve assets and the liabilities financing those assets be managed together on a portfolio basis. Assets and the liabilities financing those assets are matched as closely as possible in currency and duration, so that exposure to significant currency and interest rate risks is limited.

The Government's practice is to minimize the gap between assets and liabilities, which is monitored on a daily basis, within a range of +/-US$300 million.

[2] Excludes gold and SDR holdings.

Risk Management Policy

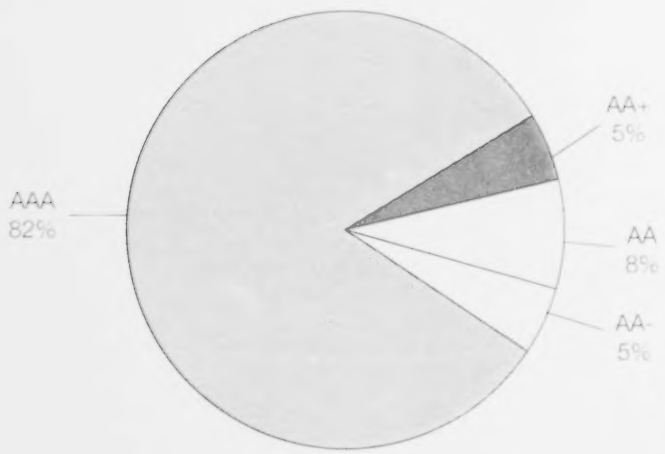
Risk management policy requires identifying and managing treasury risk (including credit, market, operational and legal risks related to the financing and investment of the foreign exchange reserves) and regular and timely reporting of risk exposures.

The Government uses a number of methods to measure financial risk exposures on a timely basis and to ensure compliance with guidelines and specific risk policies. Credit risk is the most important risk faced by the EFA, and it is monitored by measuring actual exposure and potential exposure[3] to counterparties. There is an ongoing assessment of the credit status of the Government's counterparties by relying on third-party credit rating agencies. Counterparty limits are established based on these third-party credit ratings, and compliance with counterparty limits is monitored on a daily basis.

To be eligible for EFA investments, an entity must have a credit rating of at least A-/A3 (see the guidelines in Annex 2 for details). The majority of EFA investments are in the AAA category, as indicated in Chart 3.[4]

The Government also employs measures of market risk exposure that are considered industry standards: stress testing and Value-at-Risk. These measures are described in more detail in the box entitled "New Performance and Risk Measures" in the following section.

Chart 3
EFA Investments by Credit Rating
as at December 31, 2004



[3] Actual exposure is a measure of potential losses to the Government if a counterparty defaults or is downgraded today, while potential exposure is a measure of potential losses in the future.

[4] Excludes gold and SDR holdings.

Collateral management frameworks are used to manage the Government's credit risk to financial institution counterparties associated with cross-currency swaps and commercial deposits. Under these frameworks, high-quality collateral (e.g. cash, securities) is placed with the Government when the market value of the contract exceeds specified limits.

Risk measures are reported on a monthly basis to management at the Department of Finance Canada and the Bank of Canada. The Minister of Finance receives an annual report on treasury risk management prepared in collaboration with the Bank of Canada's Financial Risk Office.

Performance Assessment Policy

Performance assessment policy provides a framework for measuring, analyzing and evaluating financial performance of EFA investing and funding. The policy requires regular and timely reporting to senior management, the Minister and Parliament of the returns on EFA assets and the costs of associated liabilities.

The principal measure is based on accounting information (revenues and the net cost of carry measure), supplemented by an economic measure of asset-liability performance called total return (see the box entitled "New Performance and Risk Measures" in the following section). Performance is reported on a monthly basis to management at the Department of Finance Canada and the Bank of Canada. The Minister is informed every six months of EFA initiatives and performance. Finally, as required by the *Currency Act*, the Office of the Auditor General audits the EFA as an investment portfolio, and performance is reported to Parliament on an annual basis.

Review of Operations in 2004

This section reviews operations related to the official international reserves, including major initiatives undertaken, changes in the level of reserves and portfolio performance. While the report covers all the official international reserves, most of the comments focus on developments affecting the managed element of the reserves, the EFA.

Major Initiatives

In 2004, initiatives focused on strengthening the Government's investment policy and management framework. In addition, extensive work was done to enhance internal reporting through the implementation of a new performance and risk reporting framework.

Review of EFA Investment Principles and Objectives

Over the last decade, the EFA portfolio has grown significantly from US$10 billion in 1995 to US$31 billion in 2004 and, in consequence, investment policy has been subject to periodic revision. In the first half of 2004, investment policy was reviewed with the aim of assessing the range of assets eligible for investment in the EFA portfolio in order to seek a better balance between the low-risk nature of the assets required for the portfolio and the net cost of holding them. A further objective was to ensure that the Government's investment policies are in line with leading practices of other comparable sovereign reserve asset managers. As part of this process, the principles and objectives governing the management of the EFA were restated in order to enhance decision making (see the section entitled "Management Framework").

New Performance and Risk Reporting Framework

During 2004, internal reporting on performance and risks was strengthened through the development and implementation of new performance and risk reports. The new framework combines formerly separate monthly and quarterly investment and risk reports and emphasizes an integrated approach, whereby investment performance and risk exposure information is integrated to give a better sense of the risk/cost trade-offs. Information is also streamlined so as to provide an at-a-glance snapshot of relevant data to senior management, while offering an overall opinion of the financial performance, by drawing on messages in five key areas: investment performance, market risk, credit risk, liquidity risk and operational/legal risk. New performance and risk measures were introduced as part of the new reporting framework (see box below).

New Performance and Risk Measures

New measures to enhance risk and performance reporting were introduced in 2004 based on leading industry standards (see the sections "Total Return" and "Risk Measures" for detailed results).

- Value-at-Risk (VaR) measures potential losses due to normal market movements (i.e. changes in interest rates and exchange rates) over a given period. VaR is calculated for the EFA and for the liabilities financing the EFA.
  - The gross VaR (i.e. applied to the EFA) is relevant as it provides the probability of loss in total reserves due to market movements over a certain time period.
  - The net VaR (i.e. the VaR on the EFA less the VaR on liabilities) is a useful indicator of how well the portfolio is matched. As assets and liabilities are matched in currency and duration, net VaR is expected to be close to nil as changes in foreign exchange and interest rates should impact both assets and liabilities to the same extent.
- Stress tests are used to evaluate portfolio performance under extraordinary circumstances in the market. Under stress testing, the EFA portfolio is subject to a set of hypothetical scenarios that mimic the market conditions that prevailed during four previous extraordinary market events: the tightening of monetary policy by the US Federal Reserve in 1994; the 1997 Asian financial crisis; the 1998 Russian debt default and Long-Term Capital Management collapse; and the 2001 US terrorist attacks. These hypothetical scenarios allow risk managers to assess how the EFA would perform during periods of market turbulence—the periods in which the EFA would most likely need to be mobilized.
- A "total return" methodology was introduced to accompany existing measures of return. It is based on market values and reflects three key variables: realized gains/losses on sales of assets; unrealized (or valuation) gains/losses on existing portfolio assets and liabilities; and net interest income earned or paid. Return is calculated on the liabilities, as well as the assets, since liabilities fund the assets and assets should match the liabilities in currency and duration. Work will follow in 2005 on the development of a framework for attribution analysis to determine by how much each market variable (i.e. interest rates, exchange rates and credit spreads) impacts total return.

Modernization of the Currency Act

In the second half of 2004, preliminary work was undertaken in preparation for the amendment of the *Currency Act* to enhance the management of the EFA portfolio. The current act sets out a legislated list of approved investments. This approach to investment policy is no longer in keeping with modern legislative drafting practices. The list is very inflexible and excludes instruments that are equivalent to or better in terms of risk and return than some currently eligible assets. As announced in Budget 2005, modernizing the *Currency Act* will improve the flexibility in managing the portfolio by allowing investment in asset classes with lower risk and potentially higher returns. It will also reduce the risk of legal issues arising from antiquated and unclear drafting of some sections of the current legislation.

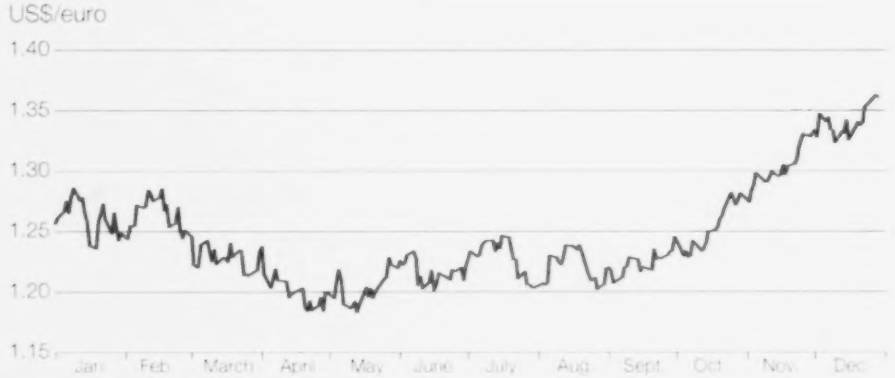
The Market Environment

As the official international reserves are reported on a market-value basis and in US dollars, changes in exchange rates (i.e. US-dollar/euro and yen/US-dollar exchange rates) and interest rates will affect the level of the reserves.

Developments in Foreign Exchange Markets[5]

As roughly 50 per cent of the official international reserves were held in euro-denominated securities during 2004, the market value of the reserves has been significantly affected by movements in the euro. In 2004, the euro appreciated significantly against the US dollar due to a number of international macroeconomic factors. Overall, the euro appreciated by 7.9 per cent during 2004, reaching a high of 1.3643 (US dollar/euro) on December 30, 2004, while the low for the year was 1.1819 on May 13, 2004 (see Chart 4).

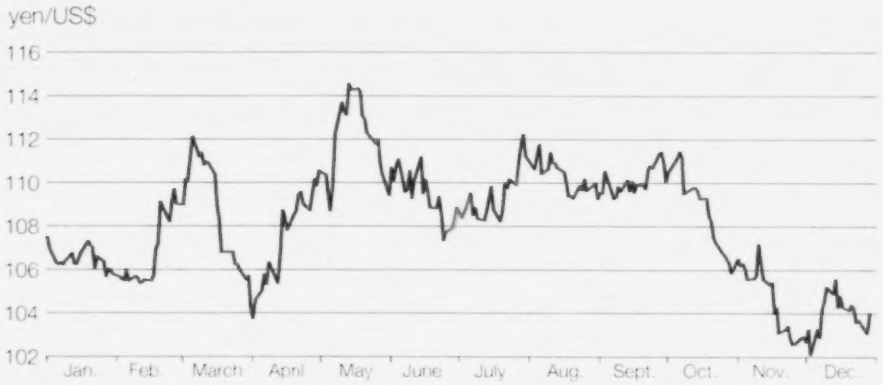
Chart 4
The Evolution of the Euro in 2004



The official international reserves are less subject to changes in the yen/US-dollar exchange rate since only 3.2 per cent of the reserves are held in yen-denominated assets (as at December 31, 2004). Overall, during 2004 the yen appreciated by 4.8 per cent against the US dollar. The high for the year was 102.09 on December 3, 2004, and the low was 114.50 on May 13, 2004 (see Chart 5).

[5] Charts 4 and 5 show the market standard for cross rates, where the euro is quoted in US-dollar terms (i.e. how many US dollars are required to buy 1 euro) and the yen is quoted in yen terms (i.e. how many yen are required to by 1 US dollar). Both charts reflect a decline in the US dollar.

Chart 5
The Evolution of the Yen in 2004



Developments in Interest Rates

Changes in interest rates affect the market value of investments by either increasing (when rates fall) or decreasing (when rates rise) the price of the investments held in the reserves. Movements in interest rates had little impact on the reserves during 2004 compared to movements in exchange rates. The market value of the reserves declined by US$46 million due to changes in interest rates, whereas foreign currency revaluations increased the value of the reserves by US$1.2 billion (see the section entitled "Sources of Changes During 2004").

Composition of the Official International Reserves

Table 2 shows the investments of the four components of the official international reserves by currency and term to maturity. As at December 31, 2004, US-dollar holdings made up more than half of the reserves and were dominated by relatively short- (i.e. under six months) and medium-term (i.e. one to five years) maturities, as they are held for EFA liquidity purposes. The euro holdings, which are held for EFA investment purposes, were more heavily weighted towards medium-term (i.e. one to five years) investments. Likewise, the yen holdings were mostly invested in securities with medium-term maturities.

Table 2

Term Structure of the Official International Reserves as at December 31, 2004

Term	Cash and term deposits	Government securities in domestic currency	Other securities	Gold	SDR holdings	Total EFA assets	IMF reserve position	Bank of Canada account	Receiver General account	Total official international reserves
					(market value in millions of US dollars)					
US-dollar holdings										
Under 6 months	2,107	2,983	2,062	–	–	7,152	–	105	5	7,262
6 to 12 months	–	–	1,038	–	–	1,038	–	–	–	1,038
1 to 5 years	–	76	3,176	–	–	3,252	–	–	–	3,252
Over 5 years	–	1,406	1,477	–	–	2,883	–	–	–	2,883
Indefinite term[1]	–	–	–	48	925	973	3,327	–	–	4,300
Total US-dollar holdings	2,107	4,465	7,753	48	925	15,298	3,327	105	5	18,735
Euro holdings[2]										
Under 6 months	35	241	228	–	–	503	–	–	–	503
6 to 12 months	–	751	–	–	–	751	–	–	–	751
1 to 5 years	–	7,625	1,580	–	–	9,206	–	–	–	9,206
Over 5 years	–	3,789	389	–	–	4,178	–	–	–	4,178
Total euro holdings	35	12,406	2,197	0	0	14,638	0	0	0	14,638
Yen holdings[2]										
Under 6 months	81	–	–	–	–	81	–	–	–	81
6 to 12 months	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
1 to 5 years	–	1,013	–	–	–	1,013	–	–	–	1,013
Over 5 years	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Total yen holdings	81	1,013	0	0	0	1,094	0	0	0	1,094
Total	2,223	17,884	9,950	48	925	31,030	3,327	105	5	34,467

[1] For reporting purposes, gold, SDR holdings and the IMF reserve position, which have no terms to maturity, are translated into US dollars.

[2] The respective December 31 exchange rates are used for the euro and yen assets.

Changes in the Level of the Official International Reserves

As shown in Table 3, Canada's official international reserves as at December 31, 2004, were US$34.5 billion (on a market-value basis), down from US$36.3 billion as at December 31, 2003, in large part due to the use of assets to meet large maturities of liabilities occurring in November and December. The sources of changes are detailed in the next section.

Table 3

Canada's Official International Reserves Holdings as at December 31, 2004

		Total official international reserves					
	2003 total official international reserves	EFA	Bank of Canada account	IMF reserve position	Receiver General account	2004 total official international reserves	Change
	(market value in millions of US dollars)						
Securities	29,111	27,834	–	–	–	27,834	-1,277
Deposits	2,426	2,223	105	–	5	2,333	-93
Gold	45	48	–	–	–	48	3
IMF reserve position	3,848	–	–	3,327	–	3,327	-521
Special drawing rights	838	925	–	–	–	925	87
Total	36,268	31,030	105	3,327	5	34,467	-1,801

Sources of Changes During 2004

The level of the official international reserves can change over time due to a variety of factors.

Foreign Exchange Market Intervention

Intervention in the Canadian-dollar foreign exchange market has not occurred since 1998 (see Annex 1). Intervention involves buying or selling foreign exchange currencies in exchange for Canadian dollars, and therefore affects the level of the official international reserves.

Net Government Operations

Net purchases of foreign currencies for government foreign exchange requirements and for additions to the EFA will affect the official international reserves. There were no net government operations in 2004.

Reserves Management Operations

Debt maturities and purchases of foreign currency assets affect the level of the EFA. Foreign currency assets are purchased with the proceeds of foreign currency issuance (including cross-currency swaps). Large maturities (US$6.0 billion in total, including a US$2.0-billion global bond, three Euro-Medium-Term Note maturities totalling US$1.0 billion, cross-currency swap maturities of US$2.8 billion and a small decline in Canada bills outstanding) contributed the most to the decline in the level of the EFA. These maturities were offset by US$3.1-billion issuance of cross-currency swaps.

Gains and Losses on Gold Sales

This factor reflects the degree to which proceeds from the sales of gold exceed the market value of gold that existed at the end of the previous month. There were no gold transactions in 2004, as the last of the Government's gold bullion was sold in December 2003.

Return on Investments

Return on investments comprises interest earned on investments (US$1.1 billion) and changes in the market value of securities resulting from changes in interest rates (US$46 million). The overall effect on the official international reserves was a net increase of US$1.2 billion.

Foreign Currency Debt-Servicing Costs

Foreign currency debt-servicing costs reduced the level of the official international reserves by US$1.2 billion.

Foreign Currency Revaluations

Revaluation effects reflect changes in the market value of the official international reserves resulting from movements in exchange rates. During 2004, foreign currency revaluations increased the official international reserves by US$1.2 billion, primarily due to the appreciation of the euro versus the US dollar.

As shown in Table 4, the level of the official international reserves fell by US$1.8 billion during 2004. The level decreased due to reserves management operations (US$3.0 billion) and foreign currency debt-servicing costs (US$1.2 billion). The decline was partly offset by return on investments (US$1.2 billion) and foreign currency revaluations (US$1.2 billion), due mainly to the appreciation of the euro versus the US dollar.

Table 4

Sources of Changes in Canada's Official International Reserves During 2004

	Total change in official international reserves
	(market value in millions of US dollars)
Foreign exchange market intervention	–
Net government operations	–
Reserves management operations	-2,963
Gains and losses on gold sales	–
Return on investments	1,176
Foreign currency debt-servicing costs	-1,208
Foreign currency revaluations	1,193
Other transactions[1]	1
Total change	-1,801

[1] Related to the securities assumed by the Government of Canada following the privatization of Petro-Canada in July 1991 and the subsequent dissolution of Petro-Canada Limited in 2001.

More detailed information on monthly levels and changes in Canada's official international reserves is provided in Annex 3.

Financing

The reserves are financed by foreign currency borrowings by the Government, which are used exclusively to raise foreign exchange reserves (see Table 5). All foreign currency marketable assets are effectively matched to foreign currency borrowings.

Funding requirements are primarily met through an ongoing program of cross-currency swaps of domestic obligations.[6] Total cross-currency swap issuances and maturities were US$3.1 billion and US$2.8 billion, respectively. Swaps are particularly cost-effective compared to other sources of foreign currency funds. Foreign currency was raised through cross-currency swaps at 3-month US$ LIBOR less 44 basis points on average, a slightly better funding level than in recent years.

In addition to cross-currency swaps of domestic obligations, the Government has access to a short-term US-dollar paper program (Canada bills), medium-term note issuance in various markets (Canada notes and Euro Medium-Term Notes—EMTNs) and international bond issues (global bonds), the use of which depends on funding needs and market conditions.

[6] Cross-currency swaps involve the exchange of Canadian dollars, which have been raised through the issuance of domestic bonds, for foreign currency. The foreign currency is subsequently invested in an eligible asset (e.g. US Treasuries).

During 2004, the level of outstanding Canada bills decreased by US$228 million. Canada bills were issued, on average, at an all-in cost of US$ LIBOR less 20-30 basis points—generally in line with funding levels of recent years.

There was no new issuance of Canada notes, EMTNs or global bonds in 2004. One US-dollar global bond (US$2.0 billion) and three EMTNs (totalling US$1.0 billion) matured.

While the changes in the numbers shown below may reflect maturities, they also reflect changes in the exchange rates of the euro and the yen versus the US dollar (as the foreign currency issues in Table 5 are reported in US dollars).

Table 5

Foreign Currency Issues as at December 31, 2004

	2003	2004	Change
	(par value[1] in millions of US dollars)		
Global bonds	9,896	8,131	-1,765
Canada bills	1,652	1,424	-228
Swapped domestic issues	18,456	19,378	922
Canada notes	931	976	45
Euro Medium-Term Notes	2,413	1,434	-979
Total	33,348	31,343	-2,005

[1] Liabilities are stated at the respective years' December 31 exchange rates.

Portfolio Performance

Revenues

The revenues of the official international reserves include income from its investments and foreign exchange gains. In 2004, the income of the official international reserves totalled C$1.8 billion, compared to almost C$3.0 billion in 2003.

The main categories of income earned by the official international reserves are summarized in Table 6. Data is reported in Canadian dollars, as EFA revenues, which account for the bulk of the revenues of the official international reserves, are reported in Canadian dollars in the attached financial statements.

The EFA's securities-lending program enhances the income earned on the portfolio by lending out securities that are highly sought after in the market. At year-end, C$3.6 billion[7] (par value) in US government securities were held by the two financial institutions that act as agents for lending these securities to market participants. Income from securities lending, included in investment income from marketable securities in Table 6, totalled C$2.6 million during 2004 compared to C$1.3 million in 2003.

[7] Securities-lending numbers are stated at the respective years' December 31 exchange rates.

Table 6

Revenues for the Official International Reserves as at December 31, 2004

		Official international reserves				
	2003 total revenue	EFA	IMF reserve position	Bank of Canada account	Receiver General account[1]	2004 total revenue
		(millions of Canadian dollars)				
Investment income						
Marketable securities	1,931	1,588	–	–	–	1,588
Cash and short-term deposits	49	35	–	2	0	2
Special drawing rights	21	21	–	–	–	21
IMF reserve position	–	–	–	–	–	–
Total investment income	2,001	1,644	–	2	0	1,646
Other income						
Net gain on sales of gold	205	–	–	–	–	–
Foreign exchange gains (losses)	757	154	–	–	0	154
Total income	2,963	1,798	–	2	0	1,800

[1] Zero values in this column indicate that the values reported were less than C$500,000.

Net Return

As the EFA is managed on an integrated asset-liability basis, from an economic perspective, the key measures of portfolio performance should include both assets and liabilities. Historically, the net performance, incorporating the cost of funding, has been measured and reported using the cost of carry methodology. The cost of carry is an accounting-based measure estimated by subtracting the interest earned on assets from the interest paid on Canada's foreign currency liabilities (i.e. the net interest earned or paid). Last year, the measure was improved by adding realized gains/losses incurred over the year.

The new measure, total return, is calculated for both the assets and the liabilities and for each currency, with the return on the liability portfolio being used as a benchmark for the assets (since liabilities fund the assets and assets must match liabilities in currency and duration). Work is continuing on improving both the cost of carry measure and the total return methodology. Performance according to both measures is presented below.

Cost of Carry

Table 7 provides an estimate of the cost of carry for the official international reserves[8] and for segments of the reserves. The cost of carry during 2004 is estimated at -19 basis points, which is lower than in 2003. The carry would have

[8] The cost of carry calculations do not apply to the Bank of Canada and Receiver General accounts as they are not managed according to the principle of asset-liability matching.

been better had the Government not sold older, higher-coupon assets for newer issues with a lower coupon; therefore it earned less interest over the year. However, interest earnings were supplemented by market-value gains accumulated over several years on the high-coupon securities sold in 2004. When the realized gains are taken into consideration, the overall carry is estimated at +27 basis points. The cost of carry performance, including realized gains, was also lower than in 2003. The net cost of carry declined primarily due to higher US yields in 2004, which in turn caused a decrease in asset prices and lowered market values of US securities.

Table 7

Carry for the Official International Reserves During 2004

	2003		2004				
	Carry in basis points (bps)	Carry in bps (including net realized gains)	Interest earned on assets	Interest paid on liabilities	Net interest earned on assets	Carry in bps[1]	Carry in bps (including net realized gains)
			(millions of US dollars)				
Euro portfolio	2	45	586.9	610.9	-24.0	-7.2	19.7
Yen portfolio	0	0	11.7	11.8	0.1	–	–
US$ portfolio	-12	47	508.9	554.0	-45.1	-13.4	5.3
EFA[2]	-10	92	1,107.5	1,176.7	-69.2	-20.6	25.0
IMF reserve position	4	4	47.2	42.1	5.1	1.5	1.5
Total carry	-6	96	1,154.7	1,218.8	-64.1	-19.1	26.5

1. The carry figures show the contribution of each currency portfolio to the overall carry.
2. Excludes gold holdings.

Total Return

Table 8 provides an estimate of the total return for the official international reserves[a] as a whole and for segments of the reserves. The total return was +59 basis points in 2004, reflecting total returns of +20 basis points for the EFA and +409 basis points for the IMF reserve position. These numbers include interest flows as well as all realized and unrealized gains/losses. As total return is a new measure, no comparison for 2003 is available.

Two general factors contributed to the strong investment performance of the EFA in 2004: advantageous funding levels for cross-currency swaps, which were the main tool used to raise foreign currency, and an appreciation in the value of assets relative to the liabilities that fund these assets.

a. The total return calculations do not apply to gold, SDR holdings and the Bank of Canada and Receiver General accounts as they are not managed according to the principle of asset-liability matching.

The +409-basis-point net return on the SDR-denominated IMF reserve position was largely driven by an appreciation of the SDR against the US dollar, which drove up the return on the assets from 1.50 per cent in SDR to 5.75 per cent in US dollars (the IMF reserve position is financed by US-dollar-denominated liabilities).

Table 8

Total Return for the Official International Reserves During 2004

	US$ portfolio	Euro portfolio	Yen portfolio	Total EFA	IMF reserve position	Total official international reserves[1]
	(millions of US dollars, unless otherwise stated)					
Market value	14,324	14,637	1,094	30,055	3,064	33,119
Change over the period	-1,152	-265	46	-1,371	-472	-1,844
% of the portfolio	43%	44%	3%	91%	9.3%	100%
Return in original currency	1.95%	5.56%	0.74%	n/a	1.50%	n/a
Return in US$ (A)	1.95%	13.90%	5.59%	7.74%	5.75%	7.53%
Liability benchmarks						
Market value	14,205	14,458	1,090	29,753	3,064	32,816
Change over the period	-1,427	-210	47	-1,591	-308	-1,898
Return in original currency	1.64%	5.47%	0.75%	n/a	1.64%	n/a
Return in US$ (B)	1.64%	13.80%	5.61%	7.54%	1.64%	6.94%
Return vs. benchmark in basis points (A – B)	31	10	-1	20	409	59[2]

[1] The total return calculations do not apply to gold, SDR holdings and the Bank of Canada and Receiver General accounts as they are not managed according to the principle of asset-liability matching.

[2] The returns of the three currency portfolios and the IMF reserve position show their weighted contributions to the overall total return.

Risk Measures

Various methods, including scenario analysis, stress testing as well as Value-at-Risk (VaR), a statistical measure of risk exposure, are employed to measure the EFA's exposure to market risk.[10] Scenario analysis is also carried out to gauge the sensitivity of the EFA portfolio to changes in exchange rates and interest rates. As part of the scenario analysis, the results of the portfolio impact of a 1-per-cent depreciation of the euro and yen vis-à-vis the US dollar, and those of a 1-per-cent increase in interest rates across the yield curve, are also reported. The results show that, on a net basis, the EFA portfolio has very minimal exposure to currency depreciations and upward shifts in the yield curve (Table 9).

[10] These risk measures apply to the EFA only, excluding the SDR and gold holdings.

Table 9

Risk Measures as at December 31, 2004

Risk measure	EFA	Net EFA (EFA assets less liabilities)
	(millions of US dollars)	
Scenario analysis		
1% depreciation of euro/yen	-157	-2
1% parallel shift in yield curve	-797	-5
Stress test		
1994 Fed tightening	-2,345	12
1997 Asian financial crisis	-814	48
1998 Russian default/LTCM collapse	-1,149	68
2001 terrorist attacks	993	38
99% 10-day VaR	1,103	18

Stress testing is a risk management tool that is used to assess the potential impact on the EFA portfolio of extreme market turbulence. To this end, the EFA portfolio is subjected to some hypothetical scenarios that mimic the market conditions during four previous extraordinary market events: the tightening of monetary policy by the US Federal Reserve in 1994; the 1997 Asian financial crisis; the 1998 Russian debt default and Long-Term Capital Management (LTCM) collapse; and the 2001 US terrorist attacks. The four stress tests reveal that the EFA generally performs well during periods of market turmoil.

In addition, this report includes a new measure of market risk exposure, the VaR, as a complement to scenario analysis and stress testing. This measure estimates the maximum loss in portfolio value expected within a specific time period during normal market conditions as a result of interest rate and exchange rate changes. This is reported on the entire EFA portfolio and on the net position between assets and liabilities. As of December 31, 2004, the EFA had a 99-per-cent 10-day VaR of $18 million, which implies that 99 per cent of the time, the value of the portfolio is not expected to decline by more than $18 million, on a net basis, over a 10-day period.

Currently, a measure of credit VaR is being developed for estimating the maximum expected losses over a specified time period as a result of a credit event, such as a counterparty downgrade or default.

Annex 1: Foreign Exchange Market Intervention

Since September 1998, the Bank of Canada, acting as agent for the Government, has not undertaken any foreign exchange market intervention in the form of either purchases or sales of US dollars versus the Canadian dollar.[11] Since that time, its only market intervention was the purchase of euros in 2000 as part of Canada's participation in the Group of Seven concerted intervention in support of the euro, as shown in Table 10.

Intervention in the foreign exchange market for the Canadian dollar might be considered if there were signs of a serious near-term market breakdown (e.g. extreme price volatility with both buyers and sellers increasingly unwilling to transact), indicating a severe lack of liquidity in the Canadian-dollar market. It might also be considered if extreme currency movements seriously threatened the conditions that support sustainable long-term growth of the Canadian economy; the goal would be to help stabilize the currency and to signal a commitment to back up the intervention with further policy actions, as necessary.

Table 10
Foreign Exchange Market Intervention

	2000	2001	2002	2003	2004
	(millions of US dollars)				
Purchases	97	–	–	–	–
Sales	–	–	–	–	–
Net	97	–	–	–	–

[11] Official intervention is separate from net purchases of foreign currency for government foreign exchange requirements and for additions to reserves.

Annex 2: Investment and Credit Guidelines for the EFA

I. Eligible Issuers

To be eligible for EFA investments, an entity must have a credit rating in the top seven long-term categories from at least two of the following four rating agencies, at least one of which must be either Moody's Investors Service or Standard & Poor's:

Ratings agency	Minimum rating
Moody's Investors Service	A3 or better
Standard & Poor's	A- or better
Fitch Ratings	A- or better
Dominion Bond Rating Service	A (low) or better

Notes: The Bank for International Settlements (BIS) and the IMF are deemed to be eligible entities. Rating references elsewhere in this document use the ratings scale of Standard & Poor's.

II. Aggregate and Individual Limits on Holdings

a) Sovereigns and Directly Guaranteed Agencies

Type of issuer	Aggregate category limits (% of liquid reserves)	Individual counterparty limits (% of liquid reserves)
AAA sovereigns in domestic currency (including directly guaranteed agencies)	Unlimited	Unlimited
AAA sovereigns in foreign currency (including directly guaranteed agencies)	25	10
AA- to AA+ sovereigns in domestic and foreign currency (including directly guaranteed agencies)	25	10
Single-A sovereigns (including directly guaranteed agencies)	2	See below[1]

[1] *The limits for single-A sovereigns (including directly guaranteed agencies) are as follows:*

Credit rating	Total exposure	Of which home currency	Of which non-home currency
	(millions of US dollars)		
A+	500	500	50
A	250	250	25
A-	100	100	10

b) Other Eligible Securities/Deposits

Type of issuer/ financial institution	Aggregate category limits (% of liquid reserves)	Individual counterparty limits (% of liquid reserves)
Implicitly guaranteed sovereign agencies (including eligible US agencies)	15	3
Supranationals (not including deposits at the BIS)	25	10
Deposits at the BIS	10	–
Commercial bank deposits	US$1.5 billion	See limits below

III. Financial Institution (FI) Counterparty Credit Risk Limits

a) For Swaps, Deposits and Forwards

	Credit rating of FI counterparty						
Type of exposure	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
	(millions of US dollars)						
Actual exposure	10	25	50	100	150	200	300
Aggregate actual exposure for all FI counterparties	2% of liquid reserves			n/a	n/a	n/a	n/a
	25% of liquid reserves						
Potential exposure[1]	10	25	50	200	200	200	200
Total potential exposure for all FI counterparties	1,250						

[1] Potential exposure on swaps and forwards is calculated based on BIS guidelines.

b) For Repo Transactions

Minimum credit rating for a counterparty	A-	
Business line limits for counterparties, by credit rating	AAA	US$750 million
	AA	US$500 million
	A	US$300 million
Eligible collateral	US Treasuries and agencies	
Minimum rating for collateral	AAA	
Maximum term of collateral	10.5 years	

IV. Terms of Investments

Instrument	Maximum term
Commercial bank deposits and other non-marketable investments	3 months
Commercial bank marketable investments	1 year
All other marketable securities	10.5 years (unless matching a specific liability that exceeds 10.5 years)

V. Liquidity Limits

Minimum holdings of US Treasuries	10% of liquid reserves
Minimum issue size	US$500 million
Maximum holding of any issue/note program/commercial paper (CP) program	10% of the issue/note program/CP program
Maximum non-marketable investments beyond 5 days in term	15% of liquid reserves

VI. Currency Composition Guideline

Currency	Portion of liquid reserves
US dollar	US$15 billion, subject to an operating range
Euro and/or yen	Remainder of the EFA

Annex 3: Canada's Official International Reserves

Month-to-Month Changes

Month-end	Securities	Deposits	Gold[1]	Special drawing rights[2]	Reserve position in the IMF[3]	Total	Total monthly change	Reserves management operations[4]	Gains and losses on gold sales	Return on investments[5]	Foreign currency debt charges	Revaluation effects	Net government operations[6]	Official intervention	Other transactions[7]
						(market value in millions of US dollars)									
2003															
December	29,421	2,116	45	838	3,848	36,268	-901	-3,673	-8	862	-1,299	3,043	-60	0	234
2004															
January	29,488	2,163	44	835	3,836	36,366	98	109	0	134	-41	-104	0	0	0
February	29,693	1,805	43	847	3,705	36,083	-283	-506	0	251	-24	-4	0	0	0
March	30,043	1,874	46	847	3,602	36,412	329	444	0	167	-120	-162	0	0	0
April	29,039	1,785	42	832	3,415	35,113	-1,299	-461	0	-235	-65	-538	0	0	0
May	28,867	2,806	43	851	3,411	35,978	865	670	0	-69	-32	296	0	0	0
June	28,057	2,234	43	849	3,335	35,418	-560	-355	0	65	-275	5	0	0	0
July	29,194	1,852	43	845	3,267	35,281	-217	26	0	153	-164	-232	0	0	0
August	29,517	2,128	44	857	3,345	35,891	690	256	0	269	-24	194	0	0	-5
September	30,057	2,103	45	862	3,198	36,265	374	106	0	43	-86	306	0	0	5
October	30,327	1,945	46	880	3,262	36,460	195	-371	0	121	-126	511	0	0	0
November	27,887	1,889	49	912	3,334	34,071	-2,389	-2,984	0	44	-111	662	0	0	0
December[8]	28,151	2,016	48	925	3,327	34,467	396	103	0	173	-140	259	0	0	1
Total	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-1,801	-2,963	0	1,176	-1,208	1,193	0	0	1

[1] Gold valuation is based on the London p.m. fix on the last business day of the reporting month.

[2] Special drawing right (SDR)-denominated assets are valued in US dollars at the SDR rate established by the IMF. A rise in the SDR in terms of the US dollar generates an increase in the US-dollar value of Canada's holdings of SDR-denominated assets.

[3] The reserve position in the IMF represents the amount of foreign exchange which Canada is entitled to draw from the IMF on demand for balance of payments purposes. It equals the Canadian quota, less IMF holdings of Canadian dollars, plus loans to the IMF.

[4] Net change in securities and deposits resulting from foreign currency funding activities of the Government. (Issuance of foreign currency liabilities used to acquire assets increases reserves, while maturities decrease reserves).

[5] Return on investments comprises interest earned on investments and changes in the market value of securities resulting from changes in interest rates.

[6] Net government operations are the net purchases of foreign currency for government foreign exchange requirements and for additions to reserves.

[7] Related to the securities assumed by the Government of Canada following the privatization of Petro-Canada in July 1991 and the subsequent dissolution of Petro-Canada Limited in 2001.

[8] Numbers are from the official international reserves press release. Securities and deposits numbers may not be consistent with numbers throughout the text due to a difference in classification.

Annex 4: Glossary

basis point: One-hundredth of a percentage point (0.01 per cent).

Canada bill: Promissory note denominated in US dollars and issued only in book-entry form. Canada bills mature not more than 270 days from their date of issue, and are discount obligations with a minimum order size of US$1,000,000 and a minimum denomination of US$1,000. Delivery and payment occur in same-day funds through Chase Manhattan Bank in New York City. Primary distribution occurs through five dealers: CIBC World Markets, Credit Suisse First Boston LLC, Goldman, Sachs & Co., Lehman Brothers Inc. and RBC Dominion Securities Inc. Rates on Canada bills are posted daily for terms of one to six months. Canada bills are issued for foreign exchange reserve funding purposes only.

Canada note: Promissory note usually denominated in US dollars and available in book-entry form. Canada notes are issued in denominations of US$1,000 and integral multiples thereof. At present, the aggregate principal amount outstanding issued under the program is limited to US$10.0 billion. Notes can be issued for terms of nine months or longer, and can be issued at a fixed or a floating rate. The interest rate or interest rate formula, issue price, stated maturity, redemption or repayment provisions, and any other terms are established by the Government of Canada at the time of issuance of the notes and are indicated in the Pricing Supplement. Delivery and payment occur through the Bank of New York. The notes are offered by the Government through five dealers: Credit Suisse First Boston LLC, Goldman, Sachs & Co., Harris Nesbitt Corporation, Lehman Brothers Inc. and Scotia Capital (USA) Inc. The Government may also sell notes to other dealers or directly to investors. Canada notes are issued for foreign exchange reserve funding purposes only.

cross-currency swap: An agreement that exchanges one type of obligation for another involving different currencies and the exchange of the principal amounts and interest payments.

Euro Medium-Term Note (EMTN): Medium-term note issued outside the United States and Canada. Government of Canada EMTNs are sold either by dealers in the dealer group, or by dealers who are not in the dealer group but who are acting as the Government's agent for the particular transaction (called reverse inquiry). EMTNs are sold on a bought-deal basis (i.e. the dealer purchasing EMTNs is responsible for the sale of the notes) and on an intermittent basis. The arranger for the EMTN program is Morgan Stanley Dean Witter. The EMTN program further diversifies the sources of cost-effective funding for the foreign exchange reserves. Notes issued under this program can be denominated in a range of currencies and structured to meet investor demand. EMTNs are issued for foreign exchange reserve funding purposes only.

global bond: Syndicated, marketable debt instrument issued in a foreign currency with a fixed interest rate. The majority of global bonds issued by Canada are denominated in US dollars. Global bonds are issued for foreign exchange reserve funding purposes only.

repo; repurchase agreement: Transaction in which one party sells securities to another while agreeing to repurchase those same securities at a pre-specified price on a predetermined future date. This transaction is similar to a secured loan, where the lender receives securities as collateral for protection against default risk. The collateral is marked-to-market with appropriate haircuts to protect the Government from market risk in collateral values.

securities lending: A loan of a security from one counterparty to another, who must eventually return the same security as repayment. The loan is collateralized. Securities lending allows a counterparty in possession of a particular security to earn enhanced returns on the security.

special drawing right (SDR): An SDR is an international reserve asset created by the International Monetary Fund (IMF) in 1969 to supplement the existing official reserves of member countries. SDRs are allocated to member countries in proportion to their IMF quotas. The SDR also serves as the unit of account of the IMF and some other international organizations. Its value is based on a basket of key international currencies.

Exchange Fund Account

Management Responsibility for the Financial Statements

Responsibility for the financial statements of the Exchange Fund Account (the Account) and all other information presented in this Annual Report rests with the Department of Finance. The operation of the Account is governed by the provisions of Part II of the *Currency Act*. The Account is administered by the Bank of Canada as fiscal agent.

The financial statements were prepared in accordance with the stated accounting policies set out in Note 2 to the financial statements, which conform to those used by the Government of Canada. These policies were applied on a basis consistent with that of the preceding year.

The Department of Finance establishes policies for the Account's transactions and investments, and for related accounting activities. It also ensures that the Account's activities comply with the statutory authority of the *Currency Act*.

The Bank of Canada effects transactions for the Account and maintains records, as required to provide reasonable assurance regarding the reliability of the financial statements. The Bank reports to the Department of Finance on the financial position of the Account and on the results of its operations.

The Auditor General of Canada conducts an independent audit of the financial statements of the Account and reports the results of her audit to the Minister of Finance.

The Annual Report of the Account is tabled in Parliament along with the financial statements, which are also part of the Public Accounts of Canada and are referred to the Standing Committee on Public Accounts for their review.

D. A. Dodge
Governor
Bank of Canada

Ian E. Bennett
Deputy Minister
Department of Finance

S. Vokey, CA
Chief Accountant
Bank of Canada

Ottawa, Canada
March 11, 2005

Auditor's Report

To the Minister of Finance

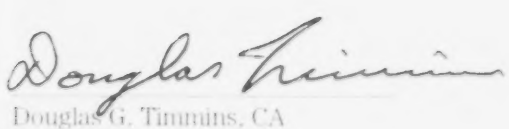
I have audited the balance sheet of the Exchange Fund Account as at December 31, 2004 and the statement of revenue for the year then ended. These financial statements have been prepared to comply with Sections 20 and 21 of the *Currency Act*. These financial statements are the responsibility of the Account's management. My responsibility is to express an opinion on these financial statements based on my audit.

I conducted my audit in accordance with Canadian generally accepted auditing standards. Those standards require that I plan and perform an audit to obtain reasonable assurance whether the financial statements are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the financial statements. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall financial statement presentation.

In my opinion, these financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of the Account as at December 31, 2004 and its revenues and its cash flows for the year then ended in accordance with the accounting policies set out in Note 2 to the financial statements, which conform to the accounting policies of the Government of Canada.

These financial statements, which have not been, and were not intended to be, prepared in accordance with Canadian generally accepted accounting principles, are solely for the information and use of the Minister of Finance for complying with Sections 20 and 21 of the *Currency Act* as set out in Note 2 to the financial statements. The financial statements are not intended to be and should not be used by anyone other than the specified users or for any other purpose.

Further, in my opinion, the transactions of the Account that have come to my notice during my audit of the financial statements have, in all significant respects, been in accordance with Part II of the *Currency Act*.



Douglas G. Timmins, CA
Assistant Auditor General
for the Auditor General of Canada

Ottawa, Canada
March 11, 2005

Exchange Fund Account

Balance Sheet as at 31 December 2004

	2004	2003
	(millions of Canadian dollars)	
Assets		
Cash and short-term deposits (note 4)	2,668	3,065
Marketable securities (note 5)	31,761	35,707
	34,429	38,772
Other assets		
Special drawing rights	1,107	1,087
Gold	7	7
Accrued interest and other receivables (note 6)	637	696
	1,751	1,790
	36,180	40,562
Liabilities		
Due to the Consolidated Revenue Fund		
Advances (note 7)	34,382	37,599
Net revenue for the year	1,798	2,963
	36,180	40,562

Approved:

D. A. Dodge
Governor
Bank of Canada

Ian E. Bennett
Deputy Minister
Department of Finance

S. Vokey, CA
Chief Accountant
Bank of Canada

(The accompanying notes are an integral part of these financial statements.)

Exchange Fund Account

Statement of Revenue
For the Year Ended 31 December 2004

	2004	2003
	(millions of Canadian dollars)	
Revenue from investments		
Marketable securities	1,588	1,931
Cash and short-term deposits	35	49
Special drawing rights	21	21
	1,644	2,001
Other revenue		
Net gain on sales of gold	–	205
Net gain on foreign exchange	154	757
	154	962
Net revenue for the year	1,798	2,963

(The accompanying notes are an integral part of these financial statements.)

Exchange Fund Account

Notes to the Financial Statements
Year Ended 31 December 2004

(Amounts in the notes to the financial statements are in millions of Canadian dollars, unless otherwise stated.)

1. Authority and Objective

The Exchange Fund Account (the Account) is governed by Part II of the *Currency Act*. The Account is in the name of the Minister of Finance and is administered by the Bank of Canada as fiscal agent. The *Financial Administration Act* does not apply to the Account.

The legislative mandate of the Account is to aid in the control and protection of the external value of the Canadian dollar, and the Minister of Finance acquires or sells for the Account those assets that are deemed appropriate for this purpose in accordance with the *Currency Act*. The Account is empowered to invest in instruments approved by the Minister of Finance in accordance with the *Act*.

The objectives of the Account are to provide general liquidity for the government and to promote orderly conditions in the foreign exchange market for the Canadian dollar. Canada's current policy is to intervene in foreign exchange markets on a discretionary, rather than a systematic, basis and only in the most exceptional of circumstances.

The net revenue for the year is payable to the Consolidated Revenue Fund (CRF) of the Government of Canada within three months after the end of the year in accordance with the *Currency Act*.

2. Significant Accounting Policies

As stipulated in the *Currency Act*, the financial statements of the Account are prepared in accordance with the accounting policies used by the Government of Canada to prepare its financial statements. The financial statements of the Account are prepared for the Minister of Finance in compliance with Sections 20 and 21 of the *Currency Act*.

The basis of accounting used in these financial statements differs from Canadian generally accepted accounting principles because it excludes the disclosure of the notional cost of advances. The advances are provided interest free under the terms and conditions prescribed by the Governor in Council and the Account reflects only transactions pertaining to the assets of the Account. The significant accounting policies of the Account are set out below.

a) Basis of Presentation

The purpose of the financial statements is to report to Parliament on the operations of the Account to comply with the *Currency Act*. The Bank of Canada, on behalf of the Minister of Finance, may sell, lend, borrow, or deal in assets under

the terms and conditions prescribed by the *Currency Act*. The reporting entity of the Account is limited to those transactions permitted by the *Currency Act*. For that purpose, the following operations are recorded in the Account:

All proceeds, earnings, and interest from transactions relating to the assets are credited to the Account, along with all amounts received on the maturity of deposits, securities, and notes held for the Account.

The Account's administrative, custodial, and fiscal agency services are provided and paid for by the Bank of Canada. These costs are not recognized in the financial statements.

Interest-free advances to the Account from the CRF are authorized by the Minister under the terms and conditions prescribed by the Governor in Council.

The annual net revenue of the Account is paid to the CRF (or charged to the CRF when net revenue is a negative amount).

All material changes in cash flows are evident from the financial statements. A separate statement of cash flows has not been prepared.

b) Use of Estimates

The preparation of the financial statements of the Account requires management to make estimates and assumptions, based on information available as of the date of the financial statements. The most significant use of estimates is in the presentation of assets at fair value. Actual results could differ from those estimates.

c) Translation of Foreign Currencies and Special Drawing Rights

Assets and advances denominated in foreign currencies and special drawing rights (SDRs) are translated into Canadian dollar equivalents at rates prevailing on the balance sheet dates, which were as follows:

	2004	2003
US dollars	1.2020	1.2965
Euros	1.6287	1.6282
Japanese yen	0.011727	0.01207
SDRs	1.86050	1.92656

Gains or losses resulting from the translation of assets and advances denominated in foreign currencies and SDRs, as well as transactions throughout the year, are recorded as net foreign exchange gains and are included separately in the category *Other revenue* in the *Statement of Revenue*.

Investment revenue in foreign currencies and SDRs is translated into Canadian dollars at the foreign exchange rates prevailing on the date the revenue is earned.

d) Revenue

Revenue from investments is recorded on an accrual basis and includes interest earned, amortization of premiums and discounts, gains or losses on sales of securities, and revenues from securities lending activities. Interest is accrued on short-term deposits, marketable securities, and special drawing rights. Accrued interest is recorded in the category *Other assets* on the *Balance sheet*.

e) Assets

Short-Term Deposits
Short-term deposits are money market transactions where the Account invests funds with designated counterparties. Short-term deposits are recorded at cost and are generally held to maturity.

Marketable Securities
Marketable securities are recorded at cost and are adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. Purchases and sales of securities are recorded at the settlement dates. Write-downs to reflect other than temporary impairment in the fair value of securities are included in *Revenue from investments*.

Special Drawing Rights
The special drawing rights (SDR) serves as the unit of account of the International Monetary Fund (IMF) and its value is based on a basket of key international currencies. SDRs are recorded at year-end market value.

Gold
Gold is carried in the Account at a value of 35 SDRs per fine ounce, which approximates cost and conforms to the value used in the *Public Accounts of Canada*. The Account sold its remaining gold bullion in 2003 and continues to hold gold coins. Net gains on gold sales are recorded at settlement dates.

f) Tri-Party Reverse Repurchase Agreement

Tri-party reverse repurchase agreements are money market transactions where the Account invests funds on a secured basis with designated counterparties at prevailing market rates. The collateral on these transactions is held by a tri-party custodian. Tri-party reverse repurchase transactions are recorded on the *Balance sheet* under the category *Cash and short-term deposits* at the amount originally invested. Revenue from these transactions is included in the category *Revenue from investments* in the *Statement of Revenue*.

g) Securities Lending Program

The Account has agency agreements with two major financial institutions. Loans of securities are effected on behalf of the Account by these agents who guarantee the loans and obtain collateral of equal or greater value from their approved

counterparties in these transactions. The securities loaned continue to be accounted for as investment assets. Revenue from the securities-lending program is included in *Revenue from investments* in the *Statement of Revenue*.

3. Official Government Operations

Official government operations involve purchases and sales of Canadian dollars against foreign currencies. These are undertaken to promote orderly conditions in the market for the Canadian dollar or to meet net government requirements for foreign exchange. Since September 1998, no transactions were aimed at moderating movements in the value of the Canadian dollar.

The majority of Canada's official international reserves reside inside the Account. The Account represents approximately 90 per cent (89 per cent in 2003) of Canada's official reserves. The remainder of the official reserves reside in the foreign currency accounts of the Minister of Finance.

4. Cash and Short-Term Deposits

Cash and short-term deposits are held as follows:

	2004	2003
	Carrying value	Carrying value
US dollar holdings	2,529	2,950
Euro holdings	42	16
Japanese yen holdings	97	99
	2,668	3,065

5. Marketable Securities

Marketable securities are held as follows:

Term to maturity

	2004									2003
	Under 6 months		6 months to 1 year		1 to 5 years		Over 5 years		Total	Total
	Carrying value	Yield	Carrying value	Yield	Carrying value	Yield	Carrying value	Yield	Carrying value	Carrying value
US dollar holdings										
Sovereign	3,979	2.31%	181	6.85%	308	3.81%	1,889	4.33%	6,357	5,812
Supra National	981	5.46%	363	4.33%	1,244	4.15%	121	4.46%	2,709	3,912
Agencies and other	1,042	4.33%	677	3.45%	2,229	4.25%	1,337	4.83%	5,285	6,718
Carrying value	6,002		1,221		3,781		3,347		14,351	16,442
Euro holdings										
Sovereign	286	2.89%	719	3.64%	7,281	4.23%	3,357	4.95%	11,643	12,330
Supra National	–		–		660	4.54%	329	4.73%	989	1,169
Agencies and other	264	4.27%	163	3.41%	2,390	4.39%	788	4.85%	3,605	4,558
Carrying value	550		882		10,331		4,474		16,237	18,057
Yen holdings										
Sovereign	–		–		1,173	1.24%	–		1,173	1,208
Carrying value	–		–		1,173		–		1,173	1,208
Total securities										
Carrying value	6,552		2,103		15,285		7,821		31,761	35,707

The yield in the above table represents the weighted average yield to maturity based on the carrying value at the end of the year for the respective securities.

The outstanding unamortized premium/discount on marketable securities amounts to $230 million ($251 million in 2003).

At year-end, a portion of the Account's holdings of US government securities, consisting of US$1,830 million (par value) in Treasury Bills (US$2,550 million in 2003) and US$1,165 million (par value) in Treasury Notes (nil in 2003), is being used in securities-lending operations with financial institutions.

6. Accrued Interest and Other Receivables

	2004	2003
Accrued interest		
Cash and short-term deposits	4	2
Marketable securities		
US dollar holdings	164	169
Euro holdings	461	516
Japanese yen holdings	4	5
SDRs	4	3
Other receivables	–	1
	637	696

The fair value of the accrued interest and other receivables is deemed equal to their carrying value given their maturity date.

7. Due to the Consolidated Revenue Fund (CRF)—Advances

The Account is funded by advances from the CRF. These are limited to $60 billion by Order-in-Council dated 26 April 2001. At year-end, advances from (deposits with) the CRF consisted of:

	2004	2003
US dollars	20,332	23,898
Canadian dollars	(2,108)	(4,347)
Euros	16,027	17,920
Japanese yen	1,266	1,303
SDR	(1,135)	(1,175)
	34,382	37,599

The proceeds of Canada's borrowings in foreign currencies and allocations of SDRs by the IMF have been advanced from the CRF to the Account. Subsequent repayments of foreign currency debt are made using the assets of the Account and result in reductions in the level of foreign currency advances. Interest payable by Canada on borrowings in foreign currencies and charges on allocations of SDRs to Canada are charged directly to the CRF.

Canadian-dollar advances are required by the Account for the settlement of its purchases of foreign currencies. Sales of foreign currencies result in receipts of Canadian dollars that are remitted to the CRF, causing reductions in the level of outstanding Canadian-dollar advances. Cumulative net sales of foreign currencies can result in overall net deposits of Canadian dollars by the Account with the CRF.

8. Financial Instruments

a) Risk Management

The role of the Account as principal repository of Canada's official international reserves determines the nature of its assets and of its operations, as well as its use of financial instruments.

To ensure that the Account asset portfolio is prudently diversified with respect to credit risk, the investment guidelines prescribed by the Minister of Finance specify limits on holdings by class of issuer (sovereign, agency, supranational, or commercial financial institution) and type of instrument. There are also limits on exposure to any one issuer or counterparty.

With respect to investment guidelines, the Account may hold debt issued in the designated currencies by highly rated sovereign governments and their agencies, as well as by supranational organizations. Eligible issues must have a minimum long-term rating of A- or A3 from two of four designated rating agencies (Standard & Poor's, Moody's, Fitch, and Dominion Bond Rating Service), one of which must be either Moody's or Standard & Poor's. The Account may also make deposits and execute other transactions with commercial financial institutions that meet the same rating criteria, with the term to maturity of commercial deposits limited to three months or less.

Through the securities-lending program, agents can lend securities only up to a prescribed maximum amount and only to a list of counterparties approved by the Government. Each borrower must enter into a Securities Loan Agreement with either of the agents. Borrowers are also required to provide collateral for securities borrowed, according to a specific list approved by the government. Collateral is limited to specific security types, terms to maturity, and credit ratings. The agents also provide an indemnity in the event of default by the borrower. The Account enters into securities lending in order to earn extra return on investments.

b) Interest Rate and Foreign Currency Risk

Interest rate and foreign currency risks are managed by adopting a strategy of matching the duration structure and the currency of the Account's assets with the related foreign currency borrowings of the Government of Canada.

c) Fair Value of Financial Instruments

	2004		2003	
	Carrying value and accrued interest	Fair value	Carrying value and accrued interest	Fair value
Investments				
Cash and short-term deposits	2,672	2,672	3,067	3,067
Marketable securities				
US dollar holdings	14,514	14,685	16,611	17,113
Euro holdings	16,698	17,552	18,573	19,306
Japanese yen holdings	1,178	1,218	1,213	1,259
	35,062	36,127	39,464	40,745
SDRs	1,111	1,111	1,090	1,090
Gold	7	57	7	59

The estimated fair value of cash, short-term deposits, and SDRs is deemed equal to their carrying value given their maturity date.

Estimated fair values of marketable securities are based on quoted market prices.

The estimated fair value of gold is based on London fixings of $526.48 ($540.96 in 2003) per fine ounce.

9. Commitments

a) Currency Swaps

The Account may enter into short-term currency swap arrangements with the Bank of Canada to assist the Bank in its cash-management operations. There were no drawings under this facility in 2004 or 2003, and there were no commitments outstanding as at 31 December 2004.

b) Foreign Currency Contracts

In the normal course of operations, the Account enters into foreign currency contracts. As at 31 December 2004, the Account was under contract to sell $8 thousand ($4 million in 2003) of foreign currency. Unrealized gains (losses) are calculated using the year-end exchange rates. As of that date, there were no unrealized net gains (losses) included in net revenue (nil in 2003).

10. Comparative Figures

Certain comparative figures have been reclassified to conform to the presentation adopted in the current year.

Rapport sur la gestion des réserves officielles de liquidités internationales du Canada

2004

Canada

Rapport sur la gestion des réserves officielles de liquidités internationales du Canada

2004

Ministère des Finances Canada
Department of Finance Canada

© Sa Majesté la Reine du chef du Canada (2005)
Tous droits réservés

Toute demande de permission pour reproduire ce document doit
être adressée à Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

On peut obtenir des exemplaires de ce document en s'adressant au :

Centre de distribution
Ministère des Finances Canada
Pièce P-135, tour Ouest
300, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G5
Téléphone : (613) 995-2855
Télécopieur : (613) 996-0518

On peut obtenir ce document sur Internet
à l'adresse : www.fin.gc.ca

This publication is also available in English.

N° de cat. : F1-31/2004F
ISBN 0-662-79889-9

Table des matières

But du Rapport 5

Faits saillants en 2004 7

Vue d'ensemble du Compte du fonds des changes 9
- Cadre de gestion 9
- Gouvernance du CFC 10
- Politiques de gestion du CFC 10

Revue des opérations en 2004 15
- Principales initiatives 15
- Conditions du marché 17
- Composition des réserves officielles de liquidités internationales 18
- Variation du niveau des réserves officielles de liquidités internationales 20
- Sources des variations au cours de 2004 20
- Financement 22
- Rendement du portefeuille 23
- Mesures des risques 27

Annexe 1 : Interventions sur le marché des changes 29

Annexe 2 : Lignes directrices en matière de placement et de crédit pour le CFC 30

Annexe 3 : Réserves officielles de liquidités internationales du Canada 33

Annexe 4 : Glossaire 34

États financiers 37

But du Rapport

Le présent rapport donne un compte rendu détaillé des opérations de gestion des réserves officielles de liquidités internationales du gouvernement du Canada et, principalement, des opérations du Compte du fonds des changes (CFC) pour l'année civile 2004.

Le CFC, qui représente la composante la plus importante des réserves officielles de liquidités internationales, est un portefeuille d'actifs liquides en devises. Ce portefeuille, qui est géré activement, permet de répondre aux besoins de trésorerie en devises du gouvernement du Canada et fournit le financement nécessaire pour aider à favoriser le comportement ordonné du dollar canadien sur le marché des changes. Le CFC est financé par des passifs du gouvernement du Canada libellés ou convertis en devises. Les actifs et les passifs sont appariés le plus étroitement possible tant sur le plan des devises que sur celui de la durée, afin que les risques de change et de taux d'intérêt auxquels s'expose le gouvernement soient réduits le plus possible.

Le CFC est régi par la *Loi sur la monnaie*, qui exige que le ministre des Finances rende compte au Parlement de ses opérations pour chaque année civile dans les cinq mois suivant la fin de l'année. À cet effet, le Rapport brosse un tableau détaillé du cadre de gestion et de la composition du CFC ainsi que de ses variations au cours de l'année et des initiatives stratégiques le concernant. Les états financiers qui l'accompagnent ont été vérifiés par la vérificatrice générale du Canada et fournissent des renseignements sur la position du portefeuille du CFC à la fin de l'année.

Les réserves officielles de liquidités internationales du Canada totalisaient 34 467 millions de dollars américains au 31 décembre 2004 (tableau 1). Ces réserves se composaient du CFC (31 030 M$US), de la position de réserve au Fonds monétaire international (FMI) (3 327 M$US) et des comptes de devises détenus par la Banque du Canada (105 M$US) et par le receveur général du Canada (5 M$US).

Tableau 1

Le CFC et les réserves officielles de liquidités internationales

	2003	2004	Variation
	(Valeur marchande en M$US au 31 décembre)		
Titres[1]	29 111	27 834	- 1 277
Dépôts	2 315	2 223	- 92
Or	45	48	3
Droits de tirage spéciaux (DTS)	838	925	87
Total des actifs du CFC	32 309	31 030	- 1 279
Position de réserve au FMI	3 848	3 327	- 521
Compte de la Banque du Canada	106	105	- 1
Compte du receveur général	5	5	0
Total des réserves officielles de liquidités internationales	36 268	34 467	- 1 801

[1] Comprend des titres émis par des États souverains, des organismes gouvernementaux et des institutions supranationales (organisations financières internationales).

Faits saillants en 2004

L'année 2004 a été marquée par les faits suivants :

Variation du niveau des réserves officielles de liquidités internationales : Au 31 décembre 2004, les réserves officielles de liquidités internationales avaient baissé pour se situer à 34,5 milliards de dollars américains, comparativement à 36,3 milliards au 31 décembre 2003. Cette baisse reflète une réduction de 1,3 milliard des actifs du CFC et une diminution de 0,5 milliard de la position de réserve au FMI.

Variation du niveau du CFC : La baisse du niveau du CFC, qui est passé de 32,3 milliards de dollars américains à 31,0 milliards, tient principalement à l'arrivée à échéance de passifs en devises, qui s'est accompagnée de la vente ou de l'arrivée à échéance d'actifs. La réduction a été en partie compensée par une augmentation de la valeur du CFC, qui est attribuable surtout à l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain.

Sources de financement : Le programme de swaps de devises fondés sur des titres intérieurs a été la principale source de financement en devises du gouvernement. Celui-ci a obtenu 3,1 milliards de dollars américains à un coût moyen équivalant au taux interbancaire offert à Londres à trois mois, pour le dollar américain, diminué de 44 points de base. Cela représente un niveau de financement légèrement plus avantageux qu'au cours des dernières années.

Politique de placement : La politique de placement du CFC a été passée en revue dans le but d'évaluer l'éventail d'actifs admissibles et de voir à ce que les politiques du gouvernement soient conformes aux pratiques optimales de gestion des actifs d'États souverains comparables. Dans le cadre de ce processus, les principes et objectifs régissant la gestion du CFC ont été reformulés.

Cadre de présentation de rapports : Le mode de présentation interne de l'information a été renforcé par la mise en place d'un nouveau cadre de présentation de rapports sur le rendement des placements et les risques. Le nouveau cadre combine les rapports mensuel et trimestriel sur le rendement et les risques, auparavant distincts, et préconise une approche intégrée qui fait mieux comprendre et apprécier le rapport entre les risques et le rendement.

Rendement du portefeuille : Le CFC est géré comme un portefeuille d'actifs et de passifs dont on s'efforce de maximiser le rendement et de réduire au minimum le coût de portage (l'intérêt payé sur les passifs moins celui perçu sur les actifs, plus les gains réalisés). En 2004, le CFC a rapporté au gouvernement des revenus nets de 91 millions de dollars américains, ou 25 points de base (27 points de base lorsqu'on inclut la position de réserve au FMI). Cela représente 160 millions de dollars américains en gains réalisés sur les ventes d'actifs libellés en dollars américains et en euros, moins des coûts nets en intérêts de 69 millions (64 MSUS lorsqu'on inclut la position de réserve au FMI).

Nouvelle mesure de rendement : Un nouveau paramètre, le rendement total, a été mis au point pour mesurer la performance. Le rendement total est une mesure basée sur la valeur marchande des actifs et des passifs du CFC qui tient compte de trois variables clés : les gains ou pertes réalisés sur les ventes d'actifs, les gains ou pertes non réalisés sur les actifs et les passifs en portefeuille, et le revenu net en intérêts. Le gouvernement a obtenu un rendement total de 20 points de base sur le portefeuille du CFC en 2004. Lorsqu'on inclut la position de réserve au FMI, le rendement total passe à 59 points de base.

Vérification annuelle : Le Bureau du vérificateur général a effectué sa vérification annuelle du CFC en tant que portefeuille de placements. Les états financiers vérifiés ainsi qu'un énoncé d'opinion sans réserve des vérificateurs accompagnent le présent rapport.

Vue d'ensemble du Compte du fonds des changes

La présente section décrit le cadre de gestion du CFC, y compris son but, ses objectifs et ses principes directeurs, sa structure de gouvernance ainsi que ses politiques de placement, de gestion des actifs et des passifs, de gestion des risques et d'évaluation du rendement.

Cadre de gestion

But

Le CFC a pour but de fournir des fonds afin d'aider à favoriser un comportement ordonné du dollar canadien sur le marché des changes et de répondre aux besoins de trésorerie en devises du gouvernement du Canada.

Objectifs clés

Maintenir un niveau élevé de liquidité : Placer les réserves dans des actifs qui viennent à échéance ou peuvent être vendus très rapidement avec un minimum de répercussions sur le marché et, donc, de perte de valeur.

Préserver la valeur du capital : Réduire le plus possible le risque de perte de valeur marchande en maintenant un portefeuille diversifié d'actifs de haute qualité (quant à la cote de crédit et au type d'émetteur), en appariant les actifs et les passifs (sur le plan des devises et de la durée) et en appliquant des pratiques appropriées d'atténuation des risques.

Optimiser le rendement : Obtenir le meilleur rendement possible tout en respectant les objectifs de liquidité et de préservation de la valeur du capital.

Principes directeurs régissant la gestion financière

La gestion des fonds du gouvernement, qui englobe une vaste gamme d'activités liées à l'émission de titres de dette et à la gestion d'actifs financiers liquides, y compris le CFC, repose sur trois principes généraux :

- *Gouvernance :* Le cadre de gouvernance devrait garantir que les activités de gestion de la dette et des actifs sont menées en conformité avec des lignes directrices clairement établies en matière d'opérations et de risques et que la surveillance des risques se fait indépendamment des opérations de gestion de la trésorerie.
- *Transparence :* L'information relative à la gestion et au rendement devrait être communiquée en temps voulu, pour assurer la compréhension du public et la reddition de comptes.
- *Pratiques optimales :* Les cadres et les pratiques opérationnels devraient être conformes aux pratiques optimales d'émetteurs souverains comparables. L'efficacité du cadre de gouvernance, des initiatives stratégiques et des opérations devrait faire l'objet d'évaluations régulières.

Principes additionnels pour la gestion des réserves

- *Prudence :* Les emprunts et les placements devraient être gérés de manière à limiter l'exposition aux risques et à protéger la valeur des actifs du gouvernement.
- *Rapport coût-efficacité :* Le coût de portage des réserves, qui tient compte du rendement des actifs et du coût des passifs, devrait être le plus bas possible.

Gouvernance du CFC

Le CFC est régi par les dispositions de la partie II de la *Loi sur la monnaie*, qui exige que le ministre des Finances rende compte au Parlement des opérations du CFC chaque année civile, dans les cinq mois suivant la fin de l'année. Le mandat qui est conféré au CFC par la *Loi* est d'aider à contrôler et à préserver la valeur externe du dollar canadien. Le ministre des Finances peut acquérir, vendre ou prêter pour le CFC les actifs jugés appropriés à cette fin en vertu de la *Loi*. Le ministre des Finances approuve les politiques et la stratégie générales en matière de placement et de gestion des risques du CFC; en particulier, il fixe le niveau auquel devraient se situer les réserves de change.

Le ministère des Finances et la Banque du Canada se partagent la responsabilité de la planification stratégique et de la gestion opérationnelle du CFC. C'est la Banque du Canada qui, en sa qualité d'agent financier du ministre des Finances, assure l'exécution des opérations du CFC.

La supervision des activités est confiée au Comité de gestion financière, formé de cadres supérieurs du ministère des Finances et de la Banque du Canada. Le Comité de gestion financière conseille le ministre en matière de politiques et de stratégie, supervise la mise en application des politiques et des plans qui ont été approuvés et examine les rapports faisant état des résultats obtenus en matière de rendement.

Le Comité de gestion financière est appuyé dans ses activités par le Comité des risques, dont le mandat est de superviser l'application de la politique en matière de gestion des risques et de donner des conseils à cet égard, ainsi que de rendre compte au Comité de gestion financière du degré d'exposition aux risques financiers. Le Bureau de surveillance des risques financiers à la Banque du Canada offre un soutien analytique au Comité des risques dans l'exercice de son mandat. Il est aussi chargé de surveiller la position financière et le rendement du CFC, y compris l'exposition au risque de marché, au risque de crédit, au risque opérationnel, au risque de liquidité et au risque juridique, et d'en rendre compte régulièrement.

Politiques de gestion du CFC

La gestion du CFC se fait selon un ensemble de politiques portant sur le placement, la gestion des actifs et des passifs, la gestion des risques et l'évaluation du rendement.

Politique de placement

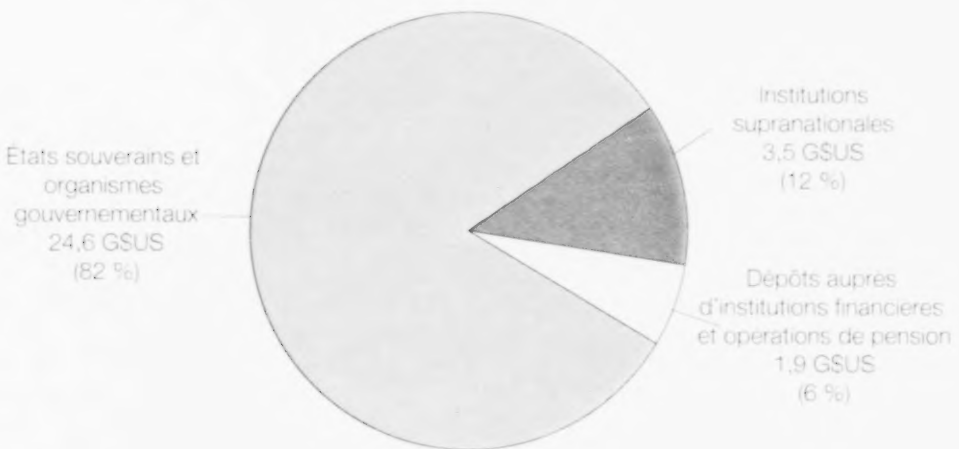
La politique du CFC en matière de placement s'efforce de maximiser le rendement à l'intérieur des limites imposées par les objectifs de liquidité et de préservation du capital. À cet effet, le gouvernement privilégie les titres (obligations et bons) émis par des États souverains, des organismes gouvernementaux ou des institutions supranationales et libellés en dollars américains, en euros et en yens. Les réserves peuvent aussi être placées sous forme de dépôts auprès d'institutions financières ou dans des opérations tripartites de pension sur titres libellés en dollars américains.

En outre, selon la politique de placement, le portefeuille du CFC doit comporter deux volets : le volet liquidité et le volet placement. Le volet liquidité sert à répondre aux besoins généraux de liquidités en devises du gouvernement. Il se compose d'actifs libellés en dollars américains hautement cotés, tels que des obligations du Trésor américain, des bons à prime et des dépôts bancaires à un jour. Le volet placement consiste en un ensemble diversifié de titres de qualité hautement cotés, libellés en dollars américains, en euros et en yens.

La politique de placement est appuyée par des lignes directrices en matière de placement et de crédit, approuvées par le ministre (annexe 2). Ces lignes directrices, qui régissent le placement des réserves, fixent des limites concernant les émetteurs et les contreparties dans tous les secteurs d'activité et prévoient la diversification des actifs et des contreparties. Elles définissent en outre des normes de grande liquidité. Il existe également des règles relatives à l'échéance maximale des placements.

Le portefeuille du CFC se compose principalement de titres émis par des États souverains et des organismes gouvernementaux (82 %), qui répondent à la fois aux exigences de liquidité et de préservation du capital (graphique 1)[1]. La proportion de ces titres est demeurée relativement stable au cours des cinq dernières années. Quant aux dépôts, ils ne représentent qu'une partie assez faible du portefeuille, les titres du marché monétaire offrant des rendements inférieurs à ceux d'autres options de placement. Comme par les années passées, le volet liquidité a surtout été constitué, durant l'année, d'obligations du Trésor américain, étant donné que ce sont les titres les plus liquides sur le marché.

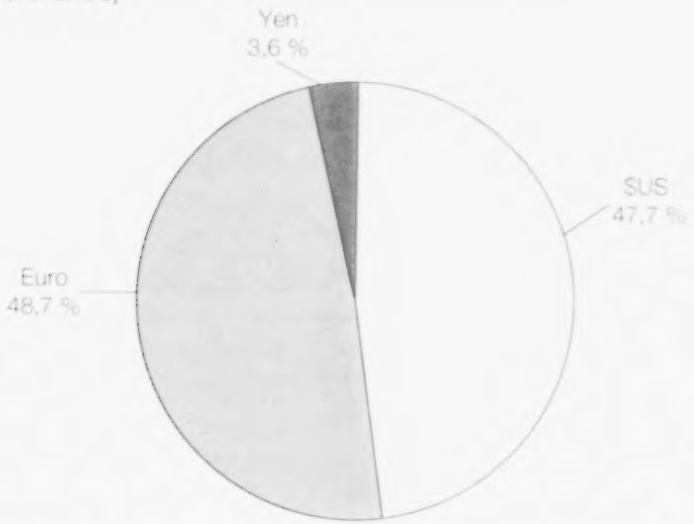
Graphique 1
Composition du CFC au 31 décembre 2004
(Valeur marchande)



[1] Ce graphique ne tient pas compte des DTS ni de l'encaisse-or.

En ce qui concerne la ventilation des devises, le gouvernement a pour pratique de détenir des actifs libellés en dollars américains représentant quelque 15 milliards de dollars américains (ce montant fluctue à l'intérieur d'une fourchette opérationnelle). En effet, la plupart des passifs sont libellés dans cette monnaie et, dans le passé, les interventions sur le marché des changes se faisaient surtout sur le marché du dollar canadien par rapport au dollar américain. Au 31 décembre 2004, la part du portefeuille du CFC libellée en dollars américains s'élevait à 14,3 milliards de dollars américains (soit 47,7 %), la part libellée en euros, à 19,8 milliards d'euros (soit 48,7 %) et la part libellée en yens, à 112,1 milliards de yens (soit 3,6 %) (graphique 2)[2]. La proportion des avoirs libellés en euros dans le portefeuille du CFC s'est accrue au cours des ans en raison de possibilités intéressantes de rendement sur le marché de l'euro et de l'appréciation de cette monnaie vis-à-vis du dollar américain. Cette augmentation est conforme au but que s'est fixé le gouvernement de maximiser le rendement tout en respectant les objectifs de liquidité et de préservation du capital.

Graphique 2
Composition en devises du CFC au 31 décembre 2004
(Valeur marchande)



Politique de gestion par appariement des actifs et des passifs

Les actifs de réserve et les passifs qui servent à leur financement doivent être gérés ensemble comme un portefeuille. Les actifs et les passifs sont appariés le plus étroitement possible tant sur le plan des devises que sur celui de la durée, ce qui limite l'exposition à d'importants risques de change et de taux d'intérêt.

La pratique du gouvernement consiste à réduire le plus possible l'écart entre les actifs et les passifs, qui doit se situer à l'intérieur d'une fourchette de ± 300 millions de dollars américains. Cet écart fait l'objet d'un suivi quotidien.

[2] Ce graphique ne tient pas compte des DTS ni de l'encaisse-or.

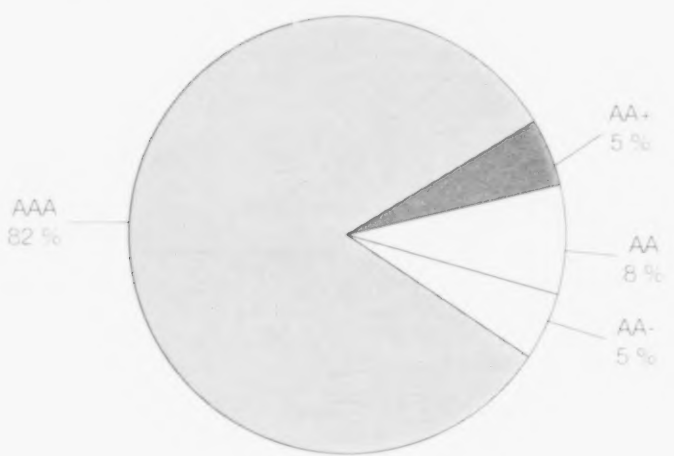
Politique de gestion des risques

La politique qui a été adoptée en matière de gestion des risques vise la détermination et la gestion des risques inhérents aux opérations de trésorerie, y compris le risque de crédit, le risque de marché, le risque opérationnel et le risque juridique liés au financement et au placement des réserves de devises. Elle prévoit que l'on rende compte, de manière régulière et en temps opportun, du degré d'exposition aux divers risques.

Le gouvernement utilise plusieurs méthodes pour mesurer de façon opportune le degré d'exposition aux risques financiers et pour veiller au respect des lignes directrices et des politiques relatives à des risques particuliers. Le risque le plus important auquel fait face le CFC est le risque de crédit, que l'on surveille en mesurant le degré d'exposition réelle et potentielle[3] aux contreparties. La cote de crédit des contreparties du gouvernement fait l'objet d'une évaluation suivie auprès des agences de cotation. Les limites d'exposition à une contrepartie sont établies selon la cote de crédit conférée par ces agences tierces, et le respect de ces limites fait l'objet d'un suivi quotidien.

Pour être admissible à des placements du CFC, un organisme doit jouir d'une cote de crédit d'au moins A-/A3 (les lignes directrices à l'annexe 2 contiennent de plus amples renseignements). La majeure partie des placements du CFC se situe dans la catégorie AAA, comme l'indique le graphique 3[4].

Graphique 3
Placements du CFC selon la cote de crédit au 31 décembre 2004



[3] L'exposition réelle est une mesure des pertes potentielles que subirait le gouvernement si une contrepartie manquait à ses engagements ou voyait sa cote abaissée aujourd'hui, alors que l'exposition potentielle est une mesure des pertes possibles dans l'avenir.

[4] Ce graphique ne tient pas compte des DTS ni de l'encaisse-or.

Le gouvernement emploie aussi des mesures d'exposition au risque de marché qui sont considérées comme des normes de l'industrie : les essais de tension et la méthode de la valeur à risque. Ces mesures sont décrites en détail dans l'encadré intitulé « Nouvelles mesures du rendement et des risques », dans la section suivante.

Le gouvernement a recours à des cadres de gestion des garanties pour gérer le risque de crédit auquel il est exposé à l'égard des institutions financières faisant office de contreparties en matière de swaps de devises et de placements sous forme de dépôts. En vertu de ces cadres, des garanties de haute qualité (p. ex., espèces, titres) sont remises au gouvernement lorsque la valeur marchande du contrat dépasse une limite prédéterminée.

Les mesures d'atténuation des risques font l'objet de rapports mensuels à la direction du ministère des Finances et de la Banque du Canada. Le ministre des Finances reçoit un rapport annuel sur la gestion des risques de trésorerie, qui est rédigé en collaboration avec le Bureau de surveillance des risques financiers.

Politique d'évaluation du rendement

La politique d'évaluation du rendement offre un cadre de mesure, d'analyse et d'évaluation du rendement financier des placements et du financement du CFC. Elle exige que l'on rende compte à la haute direction, au ministre et au Parlement, de manière régulière et en temps opportun, du rendement des actifs du CFC et du coût des passifs associés à ceux-ci.

La principale mesure repose sur l'information comptable (revenus et coût de portage net); s'y ajoute une mesure économique du rendement des actifs et des passifs qu'on appelle le rendement total (voir l'encadré intitulé « Nouvelles mesures du rendement et des risques », dans la section suivante). Le rendement fait l'objet de rapports mensuels à la direction du ministère des Finances et de la Banque du Canada. Le ministre des Finances est informé tous les six mois des initiatives et du rendement du CFC. Chaque année enfin, conformément à la *Loi sur la monnaie*, le Bureau du vérificateur général effectue une vérification du CFC en tant que portefeuille de placement, et un rapport sur le rendement est présenté au Parlement.

Revue des opérations en 2004

La présente section passe en revue les opérations liées aux réserves officielles de liquidités internationales, y compris les principales initiatives mises en œuvre, les variations du niveau des réserves et le rendement du portefeuille. Bien que le rapport porte sur l'ensemble des réserves officielles, la plupart des commentaires concernent l'évolution de la composante activement gérée des réserves, le CFC.

Principales initiatives

Les initiatives entreprises en 2004 ont surtout porté sur le renforcement de la politique de placement et du cadre de gestion du gouvernement. En outre, beaucoup a été fait pour améliorer les rapports internes en mettant en place un nouveau cadre de présentation de rapports sur le rendement et les risques.

Revue des principes et objectifs de placement du CFC

Au cours de la dernière décennie, la taille du portefeuille du CFC s'est considérablement accrue, passant de 10 milliards de dollars américains en 1995 à 31 milliards en 2004, et la politique de placement s'y rapportant a par conséquent fait l'objet de révisions périodiques. Au cours de la première moitié de 2004, on a examiné cette politique en vue d'évaluer la gamme d'actifs admissibles dans le portefeuille du CFC, afin de trouver un meilleur équilibre entre le peu de risque que doivent comporter ces actifs et leur coût de portage net. On voulait aussi s'assurer que les politiques de placement du gouvernement étaient conformes aux pratiques optimales des gestionnaires d'actifs de réserve d'États souverains comparables. Dans le cadre de ce processus, les principes et objectifs qui régissent la gestion du CFC ont été reformulés de manière à améliorer la prise de décisions (voir la section intitulée « Cadre de gestion »).

Nouveau cadre de présentation de rapports sur le rendement et les risques

En 2004, le mode de présentation interne de l'information sur le rendement et les risques a été renforcé grâce à l'élaboration et à la mise en application de nouveaux rapports sur le rendement des placements et les risques. Le nouveau cadre combine les rapports mensuel et trimestriel sur le rendement et les risques, auparavant distincts. Il prévoit une approche intégrée, en vertu de laquelle l'information sur le rendement des placements et sur le degré d'exposition aux risques est combinée, pour donner une meilleure idée du rapport risques-coûts. De plus, l'information est simplifiée pour permettre à la haute direction de saisir au premier coup d'œil les données pertinentes et pour offrir en même temps une opinion globale sur le rendement financier, qui s'articule autour de cinq points clés, à savoir le rendement des placements, le risque de marché, le risque de crédit, le risque de liquidité ainsi que le risque opérationnel et juridique. Le nouveau cadre de présentation de rapports prévoit en outre de nouvelles mesures du rendement et des risques (voir l'encadré ci-après).

Nouvelles mesures du rendement et des risques

De nouvelles mesures visant à améliorer les rapports sur les risques et le rendement ont été adoptées en 2004. Ces mesures sont basées sur les normes optimales de l'industrie. (Des résultats détaillés sont fournis dans les sections intitulées « Rendement total » et « Mesures des risques ».)

- La valeur à risque (VaR) mesure les pertes potentielles causées par les fluctuations normales des marchés (c.-à-d. les variations des taux d'intérêt et des taux de change) au cours d'une période donnée. La VaR est calculée pour le CFC et pour les passifs qui servent à son financement.
  - La VaR brute (appliquée au CFC) tire sa pertinence du fait qu'elle indique, pour l'ensemble des réserves, la probabilité de pertes causées par les fluctuations des marchés au cours d'une période déterminée.
  - La VaR nette (VaR du CFC moins VaR des engagements) est un indicateur utile du bon appariement des titres en portefeuille. Comme les actifs et les passifs sont appariés sur le plan des devises et de la durée, la VaR nette devrait s'approcher de zéro, car l'effet des variations des taux de change et des taux d'intérêt devrait être le même sur les actifs et sur les passifs.
- Des essais de tension sont utilisés pour évaluer le rendement du portefeuille dans des circonstances extraordinaires. Dans le cadre de ces essais, le portefeuille du CFC est soumis à une série de scénarios hypothétiques qui reproduisent les conditions du marché lors de quatre événements exceptionnels du passé : le resserrement de la politique monétaire par la Réserve fédérale américaine en 1994, la crise financière de 1997 en Asie, la cessation des paiements sur la dette par la Russie ainsi que l'effondrement du fonds Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998, et les attentats terroristes aux États-Unis en 2001. Ces scénarios permettent aux gestionnaires des risques d'évaluer comment le CFC se comporterait pendant des périodes de turbulence des marchés, où le CFC risquerait le plus d'être mis à contribution.
- Le paramètre du « rendement total » a été ajouté aux mesures existantes du revenu. Cette mesure, basée sur les valeurs marchandes, tient compte de trois variables clés : les gains ou pertes réalisés sur les ventes d'actifs; les gains ou pertes non réalisés (ou les gains ou pertes de réévaluation) sur les actifs et les passifs en portefeuille; et le revenu ou le coût net en intérêts. On calcule le rendement aussi bien des passifs que des actifs, puisque les passifs servent à financer les actifs et qu'ils devraient leur être appariés tant sur le plan des devises que sur celui de la durée. En 2005, un cadre d'analyse d'attribution sera élaboré afin de déterminer dans quelle mesure chaque variable du marché (taux d'intérêt, taux de change et écarts de taux) influe sur le rendement total.

Modernisation de la Loi sur la monnaie

Au cours de la seconde moitié de 2004, des travaux préliminaires ont été effectués en prévision d'une modification de la *Loi sur la monnaie* visant à améliorer la gestion du portefeuille du CFC. La loi actuelle dresse une liste de placements autorisés. Or, cette façon de procéder ne correspond plus aux pratiques modernes de rédaction législative : la liste est inflexible et exclut des instruments au moins aussi attrayants, sur le plan des risques et du rendement, que certains actifs actuellement admissibles. La modernisation de la *Loi sur la monnaie*, annoncée dans le budget de 2005, permettra de gérer le portefeuille avec plus de souplesse en autorisant des placements dans des catégories d'actifs à risque moindre et à

rendement potentiellement plus élevé. Elle réduira également le risque que le libellé suranné et confus de certains articles de la loi actuelle ne donne lieu à des problèmes juridiques.

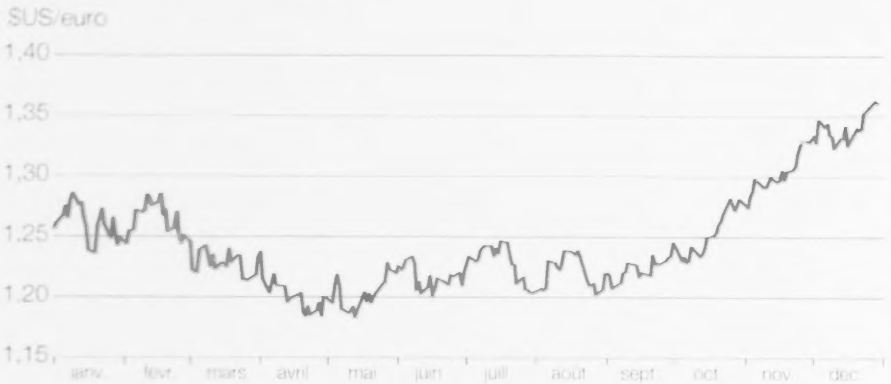
Conditions du marché

Comme les réserves officielles de liquidités internationales sont déclarées à leur valeur marchande en dollars américains, les variations des taux de change (dollar américain-euro et yen-dollar américain) et des taux d'intérêt influent sur leur niveau.

Évolution du marché des changes[5]

Environ 50 % des réserves officielles de liquidités internationales étaient placées dans des titres libellés en euros en 2004. La valeur marchande des réserves s'est donc fortement ressentie des fluctuations de cette devise. Durant l'année, l'euro s'est apprécié de façon sensible vis-à-vis du dollar américain en raison de plusieurs facteurs macroéconomiques internationaux. Dans l'ensemble, le cours de l'euro s'est accru de 7,9 % en 2004, atteignant un sommet de 1,364 3 le 30 décembre 2004; son niveau le plus bas de l'année, soit 1,181 9, a été enregistré le 13 mai 2004 (graphique 4).

Graphique 4
Évolution de l'euro en 2004



Les réserves officielles de liquidités internationales sont moins touchées par l'évolution du taux de change yen-dollar américain, puisque seulement 3,2 % des réserves sont constituées d'avoirs libellés en yens (au 31 décembre 2004). En 2004, le yen s'est apprécié de 4,8 % vis-à-vis du dollar américain. Il a atteint un sommet de 102,09 le 3 décembre 2004; son creux pour l'année, soit 114,50, avait été enregistré le 13 mai 2004 (graphique 5).

[5] Les graphiques 4 et 5 montrent les cours croisés selon les normes du marché : la valeur de l'euro est cotée en dollars américains (combien il faut de dollars pour acheter un euro), et la valeur du yen est cotée en yens (combien il faut de yens pour acheter un dollar américain). Les deux graphiques reflètent une baisse du dollar américain.

Graphique 5
Évolution du yen en 2004

Évolution des taux d'intérêt

Les variations des taux d'intérêt influent sur la valeur marchande des placements en faisant augmenter (lorsque les taux baissent) ou diminuer (lorsque les taux montent) le prix des placements détenus dans les réserves. Les fluctuations des taux d'intérêt ont eu peu d'effet sur les réserves en 2004, comparativement à celles des taux de change. Elles se sont traduites par une baisse de 46 millions de dollars américains de la valeur marchande des réserves, tandis que les réévaluations d'actifs en devises ont ajouté 1,2 milliard aux réserves officielles de liquidités internationales (voir la section intitulée « Sources des variations au cours de 2004 »).

Composition des réserves officielles de liquidités internationales

Le tableau 2 fournit une ventilation des placements des quatre composantes des réserves officielles de liquidités internationales selon la devise et l'échéance. Au 31 décembre 2004, les actifs libellés en dollars américains représentaient plus de la moitié des réserves. Comme ces actifs sont détenus pour assurer la liquidité du CFC, ils étaient en majeure partie composés d'effets à relativement courte échéance (moins de 6 mois) ou à moyenne échéance (de 1 à 5 ans). Les actifs libellés en euros, détenus dans le CFC à des fins de placement, sont davantage constitués d'effets à moyenne échéance (de 1 à 5 ans). Il en va de même des actifs libellés en yens.

Tableau 2

Structure des placements des réserves officielles de liquidités internationales selon l'échéance au 31 décembre 2004

Échéance	Encaisse et dépôts à terme	Titres d'État en monnaie nationale	Autres titres	Or	DTS	Total des actifs du CFC	Position de réserve au FMI	Compte de la Banque du Canada	Compte du receveur général	Total des réserves officielles de liquidités internationales
					(Valeur marchande en M$US)					
Actifs en dollars américains										
Moins de 6 mois	2 107	2 983	2 062	–	–	7 152	–	105	5	7 262
6 à 12 mois	–	–	1 038	–	–	1 038	–	–	–	1 038
1 à 5 ans	–	76	3 176	–	–	3 252	–	–	–	3 252
Plus de 5 ans	–	1 406	1 477	–	–	2 883	–	–	–	2 883
Échéance indéterminée[1]	–	–	–	48	925	973	3 327	–	–	4 300
Total des actifs en dollars américains	2 107	4 465	7 753	48	925	15 298	3 327	105	5	18 735
Actifs en euros[2]										
Moins de 6 mois	35	241	228	–	–	503	–	–	–	503
6 à 12 mois	–	751	–	–	–	751	–	–	–	751
1 à 5 ans	–	7 625	1 580	–	–	9 206	–	–	–	9 206
Plus de 5 ans	–	3 789	389	–	–	4 178	–	–	–	4 178
Total des actifs en euros	35	12 406	2 197	0	0	14 638	0	0	0	14 638
Actifs en yens[2]										
Moins de 6 mois	81	–	–	–	–	81	–	–	–	81
6 à 12 mois	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
1 à 5 ans	–	1 013	–	–	–	1 013	–	–	–	1 013
Plus de 5 ans	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Total des actifs en yens	81	1 013	0	0	0	1 094	0	0	0	1 094
Total	2 223	17 884	9 950	48	925	31 030	3 327	105	5	34 467

[1] Pour les besoins du rapport, l'encaisse-or, les DTS et la position de réserve au FMI, qui n'ont pas de date d'échéance, sont exprimés en dollars américains.

[2] La valeur des actifs en euros et en yens est basée sur le taux de change au 31 décembre 2004.

Variation du niveau des réserves officielles de liquidités internationales

Comme l'indique le tableau 3, les réserves officielles de liquidités internationales du Canada (exprimées à leur valeur marchande) totalisaient 34,5 milliards de dollars américains au 31 décembre 2004, contre 36,3 milliards au 31 décembre 2003. La baisse est attribuable en grande partie aux ventes d'actifs qui ont été effectuées pour faire face à d'importants passifs en devises arrivant à échéance en novembre et en décembre. Les sources des variations du niveau des réserves sont décrites en détail à la section suivante.

Tableau 3

Réserves officielles de liquidités internationales du Canada au 31 décembre 2004

		Total des réserves officielles de liquidités internationales					
	Total des réserves officielles de liquidités internationales 2003	CFC	Compte de la Banque du Canada	Position de réserve au FMI	Compte du receveur général	Total des réserves officielles de liquidités internationales 2004	Variation
				(Valeur marchande en M$US)			
Titres	29 111	27 834	–	–	–	27 834	-1 277
Dépôts	2 426	2 223	105	–	5	2 333	-93
Or	45	48	–	–	–	48	3
Position de réserve au FMI	3 848	–	–	3 327	–	3 327	-521
Droits de tirage spéciaux	838	925	–	–	–	925	87
Total	36 268	31 030	105	3 327	5	34 467	-1 801

Sources des variations au cours de 2004

Le niveau des réserves officielles de liquidités internationales peut varier au fil du temps en raison de divers facteurs.

Interventions sur le marché des changes

Il n'y a eu aucune intervention pour soutenir le dollar canadien sur le marché des changes depuis 1998 (annexe 1). Une intervention consiste en la vente ou l'achat de devises contre des dollars canadiens, ce qui influe sur le niveau des réserves officielles de liquidités internationales.

Opérations nettes du gouvernement

Les achats nets de devises effectués pour satisfaire les besoins en devises du gouvernement et pour alimenter le CFC agissent sur le niveau des réserves officielles de liquidités internationales. Il n'y a eu aucune opération nette du gouvernement en 2004.

Opérations de gestion des réserves

L'arrivée à échéance de titres de dette et l'achat d'actifs en devises influent sur le niveau du CFC. Les actifs en devises sont achetés avec le produit des émissions en devises (dont les swaps de devises). C'est l'arrivée à échéance de passifs importants (6,0 milliards de dollars américains au total, dont une obligation multimarchés de 2 milliards, trois eurobillets à moyen terme totalisant 1,0 milliard, des swaps de devises d'une valeur de 2,8 milliards et une légère baisse de l'encours des bons du Canada) qui a contribué le plus à la baisse du niveau des réserves du CFC. Ces passifs ont été compensés par des swaps de devises d'une valeur de 3,1 milliards de dollars américains.

Gains ou pertes sur les ventes d'or

Cette variable indique dans quelle mesure le produit des ventes d'or dépasse la valeur marchande de l'or détenu à la fin du mois précédent. Il n'y a eu aucune opération sur or en 2004, étant donné que le gouvernement a vendu le reste de ses lingots d'or en décembre 2003.

Revenus de placements

Les revenus de placements comprennent les intérêts produits par les placements (1,1 G$US) ainsi que les variations de la valeur marchande des titres résultant des fluctuations des taux d'intérêt (46 M$US). Globalement, ces facteurs ont donné lieu à une augmentation nette de 1,2 milliard de dollars américains du niveau des réserves officielles de liquidités internationales.

Coût du service de la dette en devises

Le coût du service de la dette en devises a fait baisser le niveau des réserves officielles de liquidités internationales de 1,2 milliard de dollars américains.

Effet des réévaluations

L'effet des réévaluations tient compte des variations de la valeur marchande des réserves officielles de liquidités internationales qui découlent des fluctuations des taux de change. Au cours de 2004, les réévaluations d'actifs en devises ont ajouté 1,2 milliard de dollars américains aux réserves officielles de liquidités internationales, en raison surtout de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain.

Comme le montre le tableau 4, le niveau des réserves officielles de liquidités internationales a diminué de 1,8 milliard de dollars américains en 2004. Cette diminution est attribuable aux opérations de gestion des réserves (3,0 G$US) et au coût du service de la dette en devises (1,2 G$US). Elle a été en partie compensée par les revenus de placements (1,2 G$US) et par l'effet de la réévaluation d'avoirs en devises (1,2 G$US), attribuable surtout à l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain.

Tableau 4

Sources des variations des réserves officielles de liquidités internationales du Canada au cours de 2004

	Variation totale des réserves officielles de liquidités internationales
	(Valeur marchande en M$US)
Interventions sur le marché des changes	–
Opérations nettes du gouvernement	–
Opérations de gestion des réserves	-2 963
Gains ou pertes sur les ventes d'or	–
Revenus de placements	1 176
Coût du service de la dette en devises	-1 208
Effet des réévaluations	1 193
Autres opérations[1]	1
Variation totale	-1 801

[1] Ces opérations se rapportent aux titres pris en charge par le gouvernement du Canada à la suite de la privatisation de Petro-Canada en juillet 1991 et de la dissolution de Petro-Canada Limitée en 2001.

L'annexe 3 présente des données plus détaillées sur les variations et les niveaux mensuels des réserves officielles de liquidités internationales du Canada.

Financement

Les réserves sont financées par des emprunts en devises effectués par le gouvernement, qui servent exclusivement à alimenter les réserves de change de l'État (tableau 5). À l'heure actuelle, tous les actifs négociables en devises sont pratiquement appariés à des emprunts en devises.

Pour satisfaire ses besoins de financement en devises, le gouvernement a recours principalement à un programme permanent de swaps de devises fondés sur des titres intérieurs[6]. Les nouveaux swaps de devises et les swaps arrivés à échéance ont totalisé 3,1 milliards et 2,8 milliards de dollars américains respectivement. Les swaps sont très économiques comparativement aux autres sources de devises. Les devises acquises dans le cadre des swaps ont été obtenues à un taux moyen équivalant au taux interbancaire offert à Londres (taux LIBOR) à trois mois pour le dollar américain, diminué de 44 points de base, soit un niveau de financement légèrement plus avantageux qu'au cours des dernières années.

Outre les swaps de devises fondés sur des titres intérieurs, le gouvernement peut avoir recours, selon ses besoins de financement et les conditions du marché, à un programme d'émission d'effets à court terme libellés en dollars américains

[6] Les swaps de devises consistent à échanger des dollars canadiens, acquis par l'émission d'obligations intérieures, contre des devises. Celles-ci sont ensuite placées dans des titres admissibles (comme les obligations du Trésor américain).

(bons du Canada), à des billets à moyen terme émis sur divers marchés (billets du Canada et eurobillets à moyen terme) et à des obligations internationales (obligations multimarchés).

Au cours de 2004, l'encours des bons du Canada a baissé de 228 millions de dollars américains. En moyenne, les bons du Canada ont été émis à un coût global équivalant au taux LIBOR pour le dollar américain, diminué de 20 à 30 points de base, ce qui est à peu près conforme au niveau de financement des années précédentes.

Il n'y a eu aucune émission de billets du Canada, d'eurobillets à moyen terme ou d'obligations multimarchés en 2004. Une obligation multimarchés libellée en dollars américains (2,0 G$US) et trois eurobillets à moyen terme (d'une valeur totale de 1,0 G$US) sont arrivés à échéance.

Bien que les variations indiquées au tableau 5 puissent s'expliquer par l'arrivée à échéance de certains titres, elles reflètent aussi les fluctuations des taux de change de l'euro et du yen vis-à-vis du dollar américain (étant donné que les émissions en devises sont déclarées en dollars américains).

Tableau 5

Émissions en devises au 31 décembre 2004

	2003	2004	Variation
		(Valeur nominale en M$US)[1]	
Obligations multimarchés	9 896	8 131	-1 765
Bons du Canada	1 652	1 424	-228
Swaps de devises fondés sur des titres intérieurs	18 456	19 378	922
Billets du Canada	931	976	45
Eurobillets à moyen terme	2 413	1 434	-979
Total	33 348	31 343	-2 005

[1] Les passifs sont déclarés au taux de change en vigueur le 31 décembre de chaque année.

Rendement du portefeuille

Revenus

Les revenus des réserves officielles de liquidités internationales englobent les revenus tirés des placements et les gains de change. En 2004, les revenus ont totalisé 1,8 milliard de dollars canadiens, comparativement à près de 3 milliards en 2003.

Les principaux types de revenus produits par les réserves officielles de liquidités internationales sont résumés au tableau 6. Les données sont exprimées en dollars canadiens, puisque les revenus du CFC, qui constituent la majeure partie des revenus des réserves officielles de liquidités internationales, sont présentés en dollars canadiens dans les états financiers ci-joints.

Tableau 6

Revenus des réserves officielles de liquidités internationales au 31 décembre 2004

		Réserves officielles de liquidités internationales				
	Total des revenus en 2003	CFC	Position de réserve au FMI	Compte de la Banque du Canada	Compte du receveur général[1]	Total des revenus en 2004
				(M$CAN)		
Revenus de placements						
Titres négociables	1 931	1 588	–	–	–	1 588
Encaisse et dépôts à court terme	49	35	–	2	0	2
Droits de tirage spéciaux	21	21	–	–	–	21
Position de réserve au FMI	–	–	–	–	–	–
Total	2 001	1 644	–	2	0	1 646
Autres revenus						
Gains nets provenant de ventes d'or	205	–	–	–	–	–
Gains (pertes) de change	757	154	–	–	0	154
Total des revenus	2 963	1 798	–	2	0	1 800

[1] Les valeurs nulles dans cette colonne signifient que les valeurs déclarées étaient inférieures à 500 000 $CAN.

Le programme de prêts de titres, en vertu duquel le CFC prête des titres très prisés sur le marché, accroît le rendement du portefeuille. En fin d'année, 3,6 milliards de dollars canadiens[2] (valeur nominale) de titres du gouvernement américain étaient placés auprès des deux institutions financières qui font office d'agents pour des prêts de ce type aux participants au marché. Le revenu provenant de ces opérations, qui est compris dans le revenu produit par les titres négociables au tableau 6, s'est chiffré à 2,6 millions de dollars canadiens en 2004, comparativement à 1,3 million en 2003.

Rendement net

Étant donné que le CFC est géré comme un portefeuille intégré d'actifs et de passifs, d'un point de vue économique, les mesures clés de rendement du portefeuille devraient porter tant sur les actifs que sur les passifs. Dans le passé, le rendement net, incorporant le coût de financement, était mesuré et déclaré selon la méthode du coût de portage. Le coût de portage est une mesure comptable qu'on estime en soustrayant le montant des intérêts produits par les actifs en devises du montant des intérêts versés sur les passifs en devises (c.-à-d. l'intérêt net perçu ou payé). Cette mesure a été améliorée l'an dernier par l'ajout des gains ou pertes réalisés au cours de l'année.

[2] Les chiffres concernant les prêts de titres sont déclarés au taux de change en vigueur le 31 décembre de chaque année.

La nouvelle mesure, le rendement total, est calculée tant en fonction des actifs que des passifs ainsi que pour chaque devise. Le rendement du portefeuille des passifs sert de niveau de référence pour celui des actifs, puisque les passifs servent au financement des actifs et que ceux-ci doivent leur être appariés en ce qui concerne la devise et la durée. Le perfectionnement de la mesure du coût de portage et de celle du rendement total se poursuit. Les résultats selon chacune de ces méthodes sont présentés ci-dessous.

Coût de portage

Le tableau 7 fournit une estimation du coût de portage des réserves officielles de liquidités internationales[8] et de leurs composantes. Le coût de portage en 2004 est estimé à -19 points de base, ce qui est moins élevé qu'en 2003. Il aurait été plus favorable si le gouvernement n'avait pas vendu d'anciens titres à taux d'intérêt élevés pour acheter des titres récents à taux d'intérêt plus faibles, percevant ainsi moins d'intérêts au cours de l'année. Les revenus d'intérêts ont toutefois été arrondis par les plus-values accumulées durant plusieurs années sur les titres vendus en 2004. Lorsqu'on tient compte des gains réalisés, le coût de portage total devient un revenu de portage estimé à 27 points de base, ce qui est aussi plus faible qu'en 2003. Cette baisse tient principalement à des rendements plus élevés en 2004 aux États-Unis, qui ont entraîné une diminution du prix des actifs et réduit la valeur marchande des titres libellés en dollars américains.

Tableau 7

Coût ou revenu de portage des réserves officielles de liquidités internationales en 2004

	2003		2004				
	Coût ou revenu de portage	Coût ou revenu de portage (y compris les gains nets réalisés)	Intérêts perçus sur les actifs	Intérêts versés sur les passifs	Intérêts nets perçus sur les actifs	Coût ou revenu de portage[1]	Coût ou revenu de portage (y compris les gains nets réalisés)
			(M$US)				
Portefeuille d'actifs en euros	2	45	586,9	610,9	24,0	-7,2	19,7
Portefeuille d'actifs en yens	0	0	11,7	11,8	-0,1	–	–
Portefeuille d'actifs en dollars américains	-12	47	508,9	554,0	-45,1	-13,4	5,3
CFC[2]	-10	92	1 107,5	1 176,7	-69,2	-20,6	25,0
Position de réserve au FMI	4	4	47,2	42,1	5,1	1,5	1,5
Total	-6	96	1 154,7	1 218,8	64,1	-19,1	26,5

[1] Les chiffres montrent la contribution de chaque portefeuille de devises au coût ou au revenu de portage total.

[2] À l'exclusion de l'encaisse-or.

[8] Le calcul du coût de portage ne s'applique pas aux comptes de la Banque du Canada et du receveur général, qui ne sont pas gérés suivant le principe de l'appariement des actifs et des passifs.

Rendement total

Le tableau 8 offre une estimation du rendement total de l'ensemble des réserves officielles de liquidités internationales[1] et de certaines de leurs composantes. Le rendement total se chiffrait à 59 points de base en 2004, à la suite de rendements totalisant 20 points de base pour le CFC et 409 points de base pour la position de réserve au FMI. Ces chiffres tiennent compte des flux d'intérêts ainsi que de l'ensemble des gains ou pertes réalisés et non réalisés. Comme il s'agit d'une nouvelle mesure, il n'y a pas de comparaison avec 2003.

Tableau 8

Rendement total des réserves officielles de liquidités internationales en 2004

	Portefeuille d'actifs en $US	Portefeuille d'actifs en euros	Portefeuille d'actifs en yens	Total du CFC	Position de réserve au FMI	Total des réserves internationales[1]
	(M$US, à moins d'une autre indication)					
Valeur marchande	14 324	14 637	1 094	30 055	3 064	33 119
Variation au cours de la période	-1 152	-265	46	-1 371	-472	-1 844
Proportion du portefeuille (%)	43	44	3	91	9,3	100
Taux de rendement dans la devise originale (%)	1,95	5,56	0,74	N/D	1,50	N/D
Taux de rendement en $US (%) (A)	1,95	13,90	5,59	7,74	5,75	7,53
Données de référence sur les passifs						
Valeur marchande	14 205	14 458	1 090	29 753	3 064	32 816
Variation au cours de la période	-1 427	-210	47	-1 591	-308	-1 898
Taux de rendement dans la devise originale (%)	1,64	5,47	0,75	N/D	1,64	N/D
Taux de rendement en $US (%) (B)	1,64	13,80	5,61	7,54	1,64	6,94
Rendement moins rendement de référence (points de base) (A – B)	31	10	-1	20	409	59[2]

[1] Le calcul du rendement total ne s'applique pas à l'encaisse-or, aux DTS ou aux comptes de la Banque du Canada et du receveur général, qui ne sont pas gérés suivant le principe de l'appariement des actifs et des passifs.

[2] Les chiffres montrent la contribution pondérée du rendement de chacun des trois portefeuilles de devises et de la position de réserve au FMI au rendement total de l'ensemble des réserves.

[1] Le calcul du rendement total ne s'applique pas à l'encaisse-or, aux DTS ni aux comptes de la Banque du Canada et du receveur général, qui ne sont pas gérés suivant le principe de l'appariement des actifs et des passifs.

Deux grands facteurs ont contribué au rendement robuste des placements du CFC en 2004 : les niveaux avantageux de financement des swaps de devises, qui sont le principal outil utilisé pour obtenir des devises, et l'appréciation de la valeur des actifs par rapport aux passifs qui servent à financer ces actifs.

Le rendement net de 409 points de base de la position de réserve au FMI libellée en DTS est attribuable en grande partie à l'appréciation du DTS vis-à-vis du dollar américain, qui a fait passer le rendement des actifs de 1,50 % en DTS à 5,75 % en dollars américains (la position de réserve au FMI est financée à l'aide de passifs libellés en dollars américains).

Mesures des risques

Diverses méthodes, dont l'analyse de scénarios, les essais de tension et la valeur à risque (VaR), qui est un outil statistique de calcul de l'exposition au risque, sont utilisées pour évaluer l'exposition du CFC au risque de marché[1]. L'analyse de scénarios permet aussi de mesurer la sensibilité du portefeuille du CFC aux variations des taux de change et des taux d'intérêt. On calcule notamment les résultats de l'incidence sur le portefeuille d'une dépréciation de 1 % de l'euro et du yen vis-à-vis du dollar américain, de même que ceux d'une hausse de 1 % des taux d'intérêt pour toute la gamme des échéances. Les résultats révèlent qu'en termes nets, le CFC est très peu exposé à la dépréciation des devises et au déplacement vers le haut de la courbe de rendement (tableau 9).

Tableau 9

Mesures des risques au 31 décembre 2004

Mesure des risques	CFC	Valeur nette du CFC (actifs du CFC moins passifs)
	(MSUS)	
Analyse de scénarios		
Dépréciation de 1 % de l'euro et du yen	-157	-2
Hausse de 1 % de la courbe de rendement	-797	-5
Essai de tension		
Resserrement des conditions monétaires en 1994	-2 345	-12
Crise financière de 1997 en Asie	-814	-48
Cessation de paiements de la Russie et effondrement de LTCM en 1998	1 149	68
Attentats terroristes de 2001	-993	-38
VaR à 99 % sur 10 jours	1 103	18

[1] Ces mesures s'appliquent au CFC seulement, à l'exclusion des DTS et de l'encaisse-or.

Les essais de tension sont un outil de gestion des risques utilisé pour évaluer l'incidence potentielle sur le portefeuille du CFC d'une turbulence extrême des marchés. À cet effet, le portefeuille du CFC est soumis à des scénarios hypothétiques qui imitent les conditions du marché lors de quatre événements extraordinaires du passé : le resserrement des conditions monétaires par la Réserve fédérale américaine en 1994, la crise financière de 1997 en Asie, la cessation des paiements sur la dette par la Russie ainsi que l'effondrement de Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998, et les attentats terroristes de 2001. Les quatre essais de tension ont révélé que le CFC se comporte généralement de façon ordonnée en période de turbulence des marchés.

En outre, le présent rapport offre une nouvelle mesure de l'exposition au risque de marché, la VaR, en guise de complément à l'analyse de scénarios et aux essais de tension. Cette mesure permet d'estimer la perte maximale prévue de la valeur du portefeuille qu'occasionneraient, durant une période déterminée et dans des conditions de marché normales, des variations des taux d'intérêt et des taux de change. La mesure s'applique à l'ensemble du portefeuille du CFC ainsi qu'à la position nette des avoirs et engagements. Au 31 décembre 2004, la VaR du CFC sur 10 jours, à 99 %, était de 18 millions de dollars, ce qui signifie que, 99 % du temps, la valeur nette du portefeuille ne devrait pas diminuer de plus de 18 millions de dollars au cours d'une période de 10 jours.

On met actuellement au point une mesure de VaR relative au crédit afin d'estimer les pertes maximales prévues qu'occasionnerait durant une période déterminée un incident de crédit, par exemple la baisse de la cote de crédit ou la défaillance d'une contrepartie.

Annexe 1 – Interventions sur le marché des changes

Depuis septembre 1998, la banque du Canada, à titre de mandataire du gouvernement, n'a effectué aucune intervention sur le marché des changes sous forme d'achat ou de vente de dollars américains contre des dollars canadiens[11]. La seule intervention menée depuis lors a été, en 2000, l'achat d'euros auquel a procédé le Canada dans le cadre de sa participation à l'intervention concertée des pays du Groupe des Sept à l'appui de cette monnaie, comme l'indique le tableau 10.

Le gouvernement pourrait envisager d'intervenir en cas de défaillance sérieuse à court terme du marché du dollar canadien témoignant d'un grave manque de liquidité (par exemple au cours d'une période où les prix sont extrêmement volatils et où tant les acheteurs que les vendeurs désertent graduellement le marché). Une intervention pourrait aussi être considérée si des fluctuations extrêmes (à la hausse ou à la baisse) de la monnaie nationale mettaient sérieusement en péril les conditions nécessaires à une croissance à long terme durable de l'économie canadienne; l'objet de l'intervention serait alors de contribuer à stabiliser le cours de la monnaie et de signaler que les autorités sont prêtes à recourir à d'autres mesures au besoin.

Tableau 10

Interventions sur le marché des changes

	2000	2001	2002	2003	2004
			(M$US)		
Achats	97	–	–	–	–
Ventes	–	–	–	–	–
Montant net	97	–	–	–	–

[11] Les interventions officielles constituent une rubrique distincte des achats nets de devises effectués pour répondre aux besoins en monnaies étrangères ou pour alimenter les réserves.

Annexe 2 – Lignes directrices en matière de placement et de crédit pour le CFC

I. Émetteurs admissibles

Pour être admissible à des placements du CFC, un organisme doit jouir d'une cote de crédit qui se situe dans les sept catégories supérieures de crédit à long terme d'au moins deux des quatre agences d'évaluation du crédit suivantes, dont l'une doit être Moody's Investors Service ou Standard & Poor's :

Agence d'évaluation du crédit	Cote minimum
Moody's Investors Service	A3 ou supérieure
Standard & Poor's	A- ou supérieure
Fitch Ratings	A- ou supérieure
Dominion Bond Rating Service	A (bas) ou supérieure

Nota – La Banque des règlements internationaux (BRI) et le Fonds monétaire international (FMI) sont jugés admissibles. Les cotes mentionnées ailleurs dans le présent document utilisent l'échelle de cotation de Standard & Poor's.

II. Plafonds globaux et individuels des actifs

a) Titres d'États souverains et d'organismes directement cautionnés par ces derniers

Émetteur	Plafond par catégorie (en % des réserves liquides)	Plafond des contreparties individuelles (en % des réserves liquides)
Titres d'États souverains ayant une cote AAA (et d'organismes directement cautionnés par ces derniers), en monnaie nationale	Aucun plafond	Aucun plafond
Titres d'États souverains ayant une cote AAA (et d'organismes directement cautionnés par ces derniers), en monnaie étrangère	25	10
Titres d'États souverains ayant une cote allant de AA- à AA+ (et d'organismes directement cautionnés par ces derniers), en monnaie nationale ou étrangère	25	10
Titres d'États souverains ayant une cote A (et d'organismes directement cautionnés par ces derniers)	2	Voir page suivante[1]

[1] *Les limites établies pour les titres d'États souverains ayant une cote A (et d'organismes directement cautionnés par ces derniers) sont les suivantes :*

Cote de crédit	Montant total	Portion en monnaie nationale	Portion en monnaie étrangère
		(M$US)	
A+	500	500	50
A	250	250	25
A–	100	100	10

b) Autres titres ou dépôts admissibles

Émetteur/ institution financière	Plafond par catégorie (en % des réserves liquides)	Plafond des contreparties individuelles (en % des réserves liquides)
Titres d'organismes implicitement cautionnés par des États souverains (y compris les organismes américains admissibles)	15	3
Organisations supranationales (sauf les dépôts auprès de la BRI)	25	10
Dépôts auprès de la BRI	10	–
Dépôts auprès de banques commerciales	1,5 G$US	Voir ci-dessous

III. Limite du risque de crédit à l'égard des institutions financières (IF) faisant office de contrepartie

a) Swaps, dépôts et contrats à terme

	Cote de crédit de l'IF faisant office de contrepartie						
Type de risque	A–	A	A+	AA–	AA	AA+	AAA
				(M$US)			
Risque effectif	10	25	50	100	150	200	300
Risque effectif total à l'égard de l'ensemble des IF faisant office de contrepartie	2 % des réserves liquides			N/D	N/D	N/D	N/D
	25 % des réserves liquides						
Risque potentiel[1]	10	25	50	200	200	200	200
Risque potentiel à l'égard de l'ensemble des IF faisant office de contrepartie	1 250						

[1] Le risque potentiel lié aux swaps et aux contrats à terme est calculé selon les lignes directrices de la BRI.

b) Opérations de pension

Cote de crédit minimum d'une contrepartie	A-	
Plafond des transactions des contreparties, selon la cote de crédit	AAA	750 M$US
	AA	500 M$US
	A	300 M$US
Garanties admissibles	Obligations du Trésor américain et titres d'organismes publics américains	
Cote minimum des titres offerts en garantie	AAA	
Échéance maximum des titres offerts en garantie	10,5 ans	

IV. Échéances des placements

Instrument	Échéance maximum
Dépôts auprès de banques commerciales et autres placements non négociables	3 mois
Titres négociables de banques commerciales	1 an
Autres titres négociables	10,5 ans (sauf pour les titres appariés à un passif particulier dépassant 10,5 ans)

V. Limites relatives aux liquidités

Minimum d'actifs en obligations du Trésor américain	10 % des réserves liquides
Taille minimum de l'émission	500 M$US
Maximum d'actifs en titres d'une même émission ou d'un même programme de billets ou de papier commercial	10 % de l'émission ou du programme de billets ou de papier commercial
Maximum de placements non négociables de plus de 5 jours	15 % des réserves liquides

VI. Ligne directrice sur la composition des réserves en devises

Monnaie	Portion des réserves liquides
Dollar américain	15 G$US (montant qui fluctue à l'intérieur d'une fourchette opérationnelle)
Euro ou yen	Reste du CFC

Annexe 3 : Réserves officielles de liquidités internationales du Canada

Variations d'un mois à l'autre

En fin de mois	Titres	Dépôts	Or[1]	Droits de tirage spéciaux	Position de réserve au FMI[2]	Total	Variation mensuelle totale	Opérations de gestion des réserves[3]	Gains ou pertes sur ventes d'or	Revenus de placements[5]	Coût du service de la dette en devises	Effet des réévaluations	Opérations nettes du gouvernement[6]	Interventions officielles	Autres opérations[7]
								(Valeur marchande en MSUS)							
2003															
Décembre	29 421	2 116	45	838	3 848	36 268	-901	-3 673	-8	862	-1 299	3 043	-60	0	234
2004															
Janvier	29 488	2 163	44	835	3 836	36 366	98	109	0	134	-41	-104	0	0	0
Février	29 683	1 805	43	847	3 705	36 083	-283	-506	0	251	-24	-4	0	0	0
Mars	30 043	1 874	46	847	3 602	36 412	329	444	0	167	-120	-162	0	0	0
Avril	29 039	1 785	42	832	3 415	35 113	-1 299	-461	0	-235	-65	-538	0	0	0
Mai	28 867	2 806	43	851	3 411	35 978	865	670	0	-69	-32	296	0	0	0
Juin	28 957	2 234	43	849	3 335	35 418	-560	-355	0	65	-275	5	0	0	0
Juillet	29 194	1 852	43	845	3 267	35 281	-217	26	0	153	-164	-232	0	0	0
Août	29 517	2 128	44	857	3 345	35 891	609	256	0	269	-24	194	0	0	-5
Septembre	30 057	2 103	45	862	3 198	36 265	374	106	0	43	-86	306	0	0	5
Octobre	30 327	1 945	46	880	3 262	36 460	195	-371	0	181	-126	511	0	0	0
Novembre	27 887	1 889	49	912	3 334	34 071	-2 389	-2 984	0	44	-111	662	0	0	0
Décembre[8]	28 151	2 016	48	925	3 327	34 467	396	103	0	173	-140	259	0	0	1
Total	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	1 801	-2 963	0	1 176	-1 208	1 193	0	0	1

1. L'évaluation de l'or est fondée sur le fixing de Londres, en après-midi, le dernier jour ouvrable du mois du relevé.
2. Les actifs libellés en droits de tirage spéciaux (DTS) sont évalués en fonction de la valeur en dollars américains du DTS établie par le FMI. Une hausse de cette valeur entraîne une augmentation de la valeur en dollars américains des actifs du Canada libellés en DTS.
3. La position de réserve au FMI correspond aux devises étrangères que le Canada a le droit de tirer, sur demande, aux fins de sa balance des paiements. Elle est égale à la quote-part du Canada, moins les actifs du FMI en dollars canadiens, plus les prêts consentis au FMI.
4. Il s'agit de la variation nette des titres et dépôts occasionnée par les activités de financement en devises du gouvernement. (L'émission d'obligations en devises pour acquérir des actifs augmente les réserves, tandis que les titres à échéance les réduisent.)
5. Les revenus de placements comprennent les intérêts touchés sur les placements et les variations de la valeur marchande des titres dues aux fluctuations des taux d'intérêt.
6. Les opérations nettes du gouvernement sur le marché des changes sont les achats nets de devises effectués pour satisfaire les besoins en devises du gouvernement et pour alimenter les réserves.
7. Les autres opérations ont trait à des titres pris en charge par le gouvernement du Canada à la suite de la privatisation de Petro-Canada en juillet 1991 et de la dissolution de Petro-Canada Limitée en 2001.
8. Les chiffres sont tirés du communiqué mensuel intitulé *Réserves officielles de liquidités internationales*. En raison d'une différence dans le mode de classement, les données relatives aux titres et aux dépôts peuvent ne pas correspondre aux chiffres indiqués ailleurs dans le rapport.

Annexe 4

Glossaire

billet du Canada : Billet à ordre généralement libellé en dollars américains et offert sous forme compatible avec le système d'inscription en compte. Les billets du Canada sont émis en coupures de 1 000 dollars américains et en multiples intégraux de cette somme. À l'heure actuelle, l'encours total des effets émis en vertu du programme est limité à 10 milliards de dollars américains. Les billets ont une échéance de neuf mois ou plus et peuvent être assortis d'un taux fixe ou variable. Le taux d'intérêt (ou la formule utilisée pour calculer l'intérêt), le prix à l'émission, l'échéance, les modalités de rachat ou de remboursement ainsi que les autres modalités applicables sont établis par le gouvernement du Canada au moment de l'émission des billets et sont précisés dans le *Pricing Supplement*. La livraison et le paiement se font par l'intermédiaire de la Banque de New York. Pour vendre les billets, le gouvernement fait appel à cinq courtiers : Credit Suisse First Boston LLC, Goldman, Sachs & Co., Harris Nesbitt Corporation, Lehman Brothers Inc. et Scotia Capital (USA) Inc. Le gouvernement peut aussi vendre des billets à d'autres négociants ou directement aux investisseurs. Les billets du Canada sont émis dans le seul but d'alimenter les réserves de change.

bon du Canada : Billet à ordre libellé en dollars américains et offert uniquement sous forme compatible avec le système d'inscription en compte. Il s'agit d'un instrument à escompte qui arrive à échéance au plus tard 270 jours après la date d'émission. La plus petite coupure est de 1 000 dollars américains, et la commande minimale de 1 million de dollars. La livraison et le règlement s'effectuent en fonds même jour par l'intermédiaire de la Chase Manhattan Bank à New York. La distribution initiale est assurée par cinq courtiers : Marchés mondiaux CIBC, Credit Suisse First Boston LLC, Goldman, Sachs & Co., Lehman Brothers Inc. et RBC Dominion valeurs mobilières Inc. Les taux des bons du Canada sont affichés chaque jour pour des échéances allant de un à six mois. Les bons du Canada sont émis dans le seul but d'alimenter les réserves de change.

droit de tirage spécial (DTS) : Instrument de réserve international créé par le Fonds monétaire international (FMI) en 1969 pour suppléer aux réserves officielles existantes des pays membres. Les DTS sont attribués à ces derniers au prorata de leur quote-part au FMI. Le DTS est également l'unité de compte du FMI et de certaines autres institutions internationales. Sa valeur est établie selon un panier de grandes monnaies.

eurobillet à moyen terme : Billet à moyen terme émis à l'extérieur des États-Unis et du Canada. Les eurobillets du gouvernement du Canada sont vendus soit par des membres du groupe de courtiers désignés, soit par d'autres courtiers qui font office de mandataires du gouvernement pour une opération donnée. Les eurobillets font l'objet d'achats fermes (le courtier qui les achète est responsable de leur vente) et sont vendus de façon intermittente. L'arrangeur du programme est Morgan Stanley Dean Witter. Le programme des eurobillets à moyen terme permet de diversifier davantage les sources de financement économique des réserves de change. Les billets peuvent être libellés dans différentes devises et être structurés en fonction des demandes des investisseurs. Les eurobillets à moyen terme sont émis dans le seul but d'alimenter les réserves de change.

opération de pension : Transaction aux termes de laquelle une partie vend des titres à une autre tout en s'engageant à les racheter à un prix et une date prédéterminés. L'opération est semblable à un prêt garanti, où le prêteur reçoit des titres en garantie pour se protéger contre le risque de défaut de paiement. La garantie est offerte au cours du marché, diminué des marges de sécurité voulues pour protéger le gouvernement du risque de marché lié à la valeur des garanties.

obligation multimarchés : Instrument négociable libellé dans une monnaie étrangère, placé par l'intermédiaire de consortiums et assorti d'un taux d'intérêt fixe. La majorité des obligations multimarchés émises par le Canada sont libellées en dollars américains. Les obligations multimarchés sont émises dans le seul but d'alimenter les réserves de change.

point de base : Un centième de un pour cent (0,01 %).

prêt de titres : Prêt de titres d'une contrepartie à une autre, laquelle devra remettre les mêmes titres en guise de remboursement. Le prêt est garanti. Il permet à une contrepartie qui est en possession d'un titre donné d'en tirer davantage de revenus.

swap de devises : Convention portant sur l'échange d'engagements libellés dans des monnaies différentes, le remboursement couvrant le capital et les intérêts.

Compte du fonds des changes

La responsabilité de la direction relativement aux états financiers

La responsabilité des états financiers du Compte du fonds des changes (CFC) ainsi que de l'information contenue dans le Rapport annuel incombe au ministère des Finances. Les activités du CFC sont régies par les dispositions de la partie II de la *Loi sur la monnaie*. La Banque du Canada gère le CFC en sa qualité d'agent financier.

Les états financiers ont été préparés conformément aux conventions comptables énoncées à la note 2 afférente aux états financiers, qui concordent avec celles adoptées par le gouvernement canadien. Par ailleurs, ces conventions ont été appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Le ministère des Finances établit les politiques relatives aux opérations et aux placements du CFC ainsi qu'aux activités comptables correspondantes. Il s'assure également que les activités du CFC sont conformes aux dispositions de la *Loi sur la monnaie*.

La Banque du Canada effectue des opérations pour le CFC et tient des registres de façon à fournir une assurance raisonnable quant à la fiabilité des états financiers. La Banque soumet au ministère des Finances un rapport sur la situation financière du CFC et sur les résultats de ses opérations.

La vérificatrice générale du Canada effectue une vérification indépendante des états financiers du CFC et présente au ministre des Finances un compte rendu des résultats de sa vérification.

Le Rapport annuel du Compte du fonds des changes est déposé au Parlement de même que les états financiers, lesquels font partie des Comptes publics du Canada, et ils sont remis au Comité permanent des comptes publics aux fins d'examen.

Le gouverneur,
Banque du Canada,

D. A. Dodge

Le sous-ministre,
ministère des Finances,

Ian E. Bennett

La comptable en chef,
Banque du Canada,

S. Vokey, CA

Ottawa, Canada
Le 11 mars 2005

Rapport du vérificateur

Au ministre des Finances

J'ai vérifié le bilan du Compte du fonds des changes au 31 décembre 2004 et l'état des revenus de l'exercice terminé à cette date. Ces états financiers ont été établis pour satisfaire aux articles 20 et 21 de la *Loi sur la monnaie*. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction du Compte. Ma responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en me fondant sur ma vérification.

Ma vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues du Canada. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir l'assurance raisonnable que les états financiers sont exempts d'inexactitudes importantes. La vérification comprend le contrôle par sondages des éléments probants à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À mon avis, ces états financiers donnent, à tous les égards importants, une image fidèle de la situation financière du Compte au 31 décembre 2004 ainsi que de ses revenus et de ses flux de trésorerie pour l'exercice terminé à cette date conformément aux conventions comptables énoncées à la note 2 afférente aux états financiers, qui concordent avec celles du gouvernement du Canada.

Ces états financiers, qui n'ont pas été établis, et qui n'avaient pas à être établis, selon les principes comptables généralement reconnus du Canada, sont fournis uniquement à titre d'information et pour être utilisés par le ministre des Finances afin de satisfaire aux articles 20 et 21 de la *Loi sur la monnaie* tels qu'énoncés à la note 2 afférente aux états financiers. Ces états financiers ne sont pas destinés à être utilisés, et ne doivent pas l'être, par des personnes autres que les utilisateurs déterminés, ni à aucune autre fin que la ou les fins auxquelles ils ont été établis.

De plus, à mon avis, les opérations du Compte dont j'ai eu connaissance au cours de ma vérification des états financiers ont été effectuées, à tous les égards importants, conformément à la partie II de la *Loi sur la monnaie*.

Pour la vérificatrice générale du Canada,

Douglas G. Timmins, CA
vérificateur général adjoint

Ottawa, Canada
Le 11 mars 2005

Compte du fonds des changes

Bilan au 31 décembre 2004

	2004	2003
	(en millions de dollars canadiens)	
Actif		
Encaisse et dépôts à court terme (note 4)	2 668	3 065
Titres négociables (note 5)	31 761	35 707
	34 429	38 772
Autres éléments de l'actif		
Droits de tirage spéciaux	1 107	1 087
Or	7	7
Intérêts courus et autres créances (note 6)	637	696
	1 751	1 790
	36 180	40 562
Passif		
Dû au Trésor		
Avances (note 7)	34 382	37 599
Revenus nets de l'exercice	1 798	2 963
	36 180	40 562

Approuvé par :

Le gouverneur,
Banque du Canada,

D. A. Dodge

Le sous-ministre,
ministère des Finances,

Ian E. Bennett

La comptable en chef,
Banque du Canada,

S. Vokey, CA

(Les notes complémentaires font partie intégrante des présents états financiers.)

Compte du fonds des changes

État des revenus
pour l'exercice terminé le 31 décembre 2004

	2004	2003
	(en millions de dollars canadiens)	
Revenus de placements		
Titres négociables	1 588	1 931
Encaisse et dépôts à court terme	35	49
Droits de tirage spéciaux	21	21
	1 644	2 001
Autres revenus		
Gains nets provenant de la vente d'or	–	205
Gains nets de change	154	757
	154	962
Revenus nets de l'exercice	1 798	2 963

(Les notes complémentaires font partie intégrante des présents états financiers.)

Compte du fonds des changes

Notes complémentaires
Exercice terminé le 31 décembre 2004

(Sauf indication contraire, les montants inscrits dans les notes complémentaires sont exprimés en millions de dollars canadiens.)

1. Pouvoir et objectif

Le Compte du fonds des changes (CFC) est régi par la partie II de la *Loi sur la monnaie*. Le CFC est tenu au nom du ministre des Finances et administré par la Banque du Canada en sa qualité d'agent financier. La *Loi sur la gestion des finances publiques* ne s'applique pas au CFC.

La *Loi sur la monnaie* confère au CFC le mandat d'aider à contrôler et à préserver la valeur externe du dollar canadien, et le ministre des Finances acquiert ou vend pour le CFC les avoirs jugés appropriés à cette fin en vertu de la *Loi*. Le CFC est habilité à investir dans des instruments approuvés par le ministre des Finances conformément à la *Loi*.

Les objectifs du CFC sont de répondre aux besoins de trésorerie généraux du gouvernement et de favoriser un comportement ordonné du marché du dollar canadien. À l'heure actuelle, le Canada a pour politique d'intervenir sur les marchés des changes lorsqu'il le juge à propos, plutôt que de manière systématique, et seulement dans des circonstances tout à fait exceptionnelles.

Les revenus nets de l'exercice doivent être versés au Trésor du gouvernement du Canada au cours des trois mois suivant la fin de l'exercice, conformément à la *Loi sur la monnaie*.

2. Principales conventions comptables

Tel que le prévoit la *Loi sur la monnaie*, les états financiers du CFC sont préparés conformément aux conventions comptables qu'utilise le gouvernement du Canada pour établir ses états financiers. Les états financiers du CFC sont préparés pour le ministre des Finances en conformité avec les articles 20 et 21 de la *Loi*.

La méthode de comptabilité utilisée dans les états financiers du CFC diverge des principes comptables généralement reconnus du Canada du fait que le coût théorique des avances n'est pas déclaré. Les avances sont consenties sans intérêt selon les modalités prescrites par le gouverneur en conseil, et seules les opérations relatives aux actifs sont inscrites au CFC. Les principales conventions comptables du CFC sont énoncées ci-dessous.

a) Présentation des états financiers

Les états financiers ont pour objet de faire rapport au Parlement sur les opérations du CFC conformément à la *Loi sur la monnaie*. La Banque du Canada peut, au nom du ministre des Finances, faire des opérations sur des actifs, notamment vendre, prêter ou emprunter ces derniers, selon les modalités prescrites par la *Loi*.

L'entité déclarante du CFC est limitée aux opérations permises par la *Loi*. À cette fin, les opérations suivantes sont inscrites au CFC :

Le produit, les gains et les intérêts de toute opération relative aux actifs sont portés au crédit du CFC, ainsi que les sommes reçues à l'échéance des valeurs, dépôts ou billets détenus pour ce compte.

Les services d'administration, de garde et d'agent financier se rapportant aux opérations du CFC sont fournis et payés par la Banque du Canada. Ces coûts ne sont pas comptabilisés dans les états financiers.

Le versement, sur le Trésor, d'avances sans intérêt au CFC est autorisé par le ministre, aux conditions fixées par le gouverneur en conseil.

Les revenus nets de l'exercice du CFC sont versés au Trésor ou, s'ils sont négatifs, imputés à ce dernier.

Les états financiers mettent en lumière tous les changements substantiels dans la trésorerie. Celle-ci n'a donc pas fait l'objet d'un état distinct.

b) Estimations

Pour préparer les états financiers du CFC, la direction doit effectuer des estimations et formuler des hypothèses, en se fondant sur l'information disponible à la date de ces derniers. Des estimations ont été utilisées principalement en ce qui concerne la présentation des actifs selon leur juste valeur. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations.

c) Conversion des devises et des droits de tirage spéciaux

Les actifs et les avances libellés en devises et en droits de tirage spéciaux (DTS) sont convertis à leurs équivalents en dollars canadiens en fonction des taux de change suivants, lesquels étaient en vigueur aux dates du bilan :

	2004	2003
Dollar É.-U.	1,2020	1,2965
Euro	1,6287	1,6282
Yen	0,011727	0,01207
DTS	1,86050	1,92656

Les gains ou pertes découlant de la conversion des actifs et des avances libellés en devises et en DTS, ainsi que des opérations effectuées au cours de l'exercice, sont enregistrés comme gains nets de change et inclus séparément avec les « Autres revenus » dans l'*État des revenus*.

Les revenus de placements en devises et en DTS sont convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la date où ils sont gagnés.

d) Revenus

Les revenus de placements sont enregistrés selon la méthode de la comptabilité d'exercice et comprennent les intérêts gagnés, l'amortissement des primes et des escomptes, les gains et pertes résultant de la vente de titres et les revenus découlant des opérations de prêt de titres. Les intérêts s'accumulent sur les dépôts à court terme, les titres négociables et les droits de tirage spéciaux. Les intérêts courus sont inclus dans le poste du *Bilan* « Autres éléments de l'actif ».

e) Actif

Dépôts à court terme
Les dépôts à court terme sont des opérations sur titres du marché monétaire dans le cadre desquelles le CFC investit des fonds auprès de contreparties désignées. Ces dépôts sont inscrits à leur coût et sont généralement détenus jusqu'à l'échéance.

Titres négociables
Les titres négociables sont inscrits à leur coût et ajustés afin de tenir compte de l'amortissement de l'escompte ou de la prime d'émission. Les achats et les ventes de titres sont enregistrés à la date du règlement des opérations. Les moins-values liées à la baisse non temporaire de la juste valeur des titres sont incluses dans les « Revenus de placements ».

Droits de tirage spéciaux
Le droit de tirage spécial (DTS) est l'unité de compte du Fonds monétaire international (FMI), et sa valeur est déterminée en fonction d'un panier composé de grandes monnaies internationales. Les DTS sont inscrits à leur valeur marchande en fin d'exercice.

Or
L'or détenu par le CFC est évalué à 35 DTS l'once troy d'or fin, ce qui s'approche du coût et correspond à la valeur utilisée dans les *Comptes publics du Canada*. Le CFC a vendu le reste de ses lingots d'or en 2003 et continue de détenir des pièces d'or. Les gains nets provenant de ventes d'or sont enregistrés à la date du règlement des opérations.

f) Opérations de prise en pension tripartites

Les opérations de prise en pension tripartites sont des opérations sur titres du marché monétaire dans le cadre desquelles le CFC investit des fonds garantis auprès de contreparties désignées aux taux du marché en vigueur. Les effets remis en nantissement de ces opérations sont détenus par un dépositaire. Les opérations de prise en pension tripartites sont inscrites au *Bilan* dans la catégorie « Encaisse et dépôts à court terme » selon le montant auquel les fonds ont été investis à l'origine. Les revenus issus de ces opérations sont inclus dans la catégorie « Revenus de placements » de l'*État des revenus*.

g) Programme de prêt de titres

Le CFC a conclu des ententes de représentation avec deux grandes institutions financières. Les prêts de titres sont effectués au nom du CFC par ces agents, qui les garantissent et se chargent d'obtenir les garanties nécessaires de valeur égale ou supérieure auprès de leurs contreparties admises à ces opérations. Les titres prêtés continuent d'être comptabilisés dans les placements. Les revenus issus du programme de prêt de titres sont inclus dans la catégorie « Revenus de placements » de l'*État des revenus*.

3. Opération officielles du gouvernement

Les opérations officielles du gouvernement consistent en des achats et des ventes de dollars canadiens contre des devises. Ces opérations ont pour objet de favoriser un déroulement ordonné sur le marché des opérations visant le dollar canadien ou de satisfaire les besoins nets du gouvernement en devises. Depuis septembre 1998, il n'y a eu aucune operation visant à modérer les variations du cours du dollar canadien.

La majorité des réserves officielles de devises internationales du Canada sont versées dans le CFC. Celui-ci renferme environ 90 % (contre 89 % en 2003) des réserves officielles canadiennes. Le reste de ces dernières se trouvent dans les comptes de devises du ministère des Finances.

4. Encaisse et dépôts à court terme

L'encaisse et les dépôts à court terme se répartissent comme suit :

	2004	2003
	Valeur comptable	Valeur comptable
Avoirs en dollars E.-U.	2 529	2 950
Avoirs en euros	42	16
Avoirs en yens	97	99
	2 668	3 065

5. Titres négociables

Les titres négociables se répartissent comme suit :

Échéance

	2004									2003
	Moins de 6 mois		6 à 12 mois		1 à 5 ans		Plus de 5 ans		Total	Total
	Valeur comptable	Rendement	Valeur comptable	Rendement	Valeur comptable	Rendement	Valeur comptable	Rendement	Valeur comptable	Valeur comptable
Avoirs en dollars É.-U.										
États souverains	3 979	2,31 %	181	6,85 %	308	3,81 %	1 889	4,33 %	6 357	5 812
Institutions supranationales	981	5,46 %	363	4,33 %	1 244	4,15 %	121	4,46 %	2 709	3 912
Organismes gouvernementaux et autres	1 042	4,33 %	677	3,45 %	2 229	4,25 %	1 337	4,83 %	5 285	6 718
Valeur comptable	6 002		1 221		3 781		3 347		14 351	16 442
Avoirs en euros										
États souverains	286	2,89 %	719	3,64 %	7 281	4,23 %	3 357	4,95 %	11 643	12 330
Institutions supranationales	–		–		660	4,54 %	329	4,73 %	989	1 169
Organismes gouvernementaux et autres	264	4,27 %	163	3,41 %	2 390	4,39 %	788	4,85 %	3 605	4 558
Valeur comptable	550		882		10 331		4 474		16 237	18 057
Avoirs en yens										
États souverains	–		–		1 173	1,24 %	–		1 173	1 208
Valeur comptable	–		–		1 173		–		1 173	1 208
Total des titres										
Valeur comptable	6 552		2 103		15 285		7 821		31 761	35 707

Dans le tableau ci-dessus, le rendement correspond au rendement moyen pondéré à l'échéance calculé en fonction de la valeur comptable à la fin de l'exercice pour les titres respectifs.

L'encours des primes ou des escomptes non amortis sur les titres négociables s'élève à 230 millions de dollars (contre 251 millions en 2003).

À la fin de l'exercice, une partie des avoirs du CFC en titres du gouvernement des États-Unis consistant en 1 830 millions de dollars É.-U. (valeur nominale) de bons du Trésor (comparativement à 2 550 millions de dollars É.-U. en 2003) et en 1 165 millions de dollars É.-U. (valeur nominale) d'obligations du Trésor (néant en 2003) servait aux opérations de prêt de titres aux institutions financières.

6. Intérêts courus et autres créances

	2004	2003
Intérêts courus		
Encaisse et dépôts à court terme	4	2
Titres négociables		
Avoirs en dollars É.-U.	164	169
Avoirs en euros	461	516
Avoirs en yens	4	5
DTS	4	3
Autres créances	–	1
	637	696

La juste valeur des intérêts courus et des autres créances est réputée correspondre à leur valeur comptable étant donné leur date d'échéance.

7. Dû au trésor – Avances

Le CFC se finance au moyen d'avances consenties par le Trésor. L'encours de ces dernières a été limité à un plafond de 60 milliards de dollars en vertu d'un décret daté du 26 avril 2001. À la fin de l'exercice, les avances (dépôts) s'établissaient comme suit :

	2004	2003
Dollars É.-U.	20 332	23 898
Dollars canadiens	(2 108)	(4 347)
Euros	16 027	17 920
Yens	1 266	1 303
DTS	(1 135)	(1 175)
	34 382	37 599

Le produit des emprunts en devises contractés par le Canada et des DTS attribués par le FMI a été avancé au CFC par le Trésor. Les remboursements ultérieurs de la dette en devises sont effectués à l'aide des avoirs du CFC et donnent lieu à une baisse des avances en devises. Les intérêts à payer par le Canada au titre des emprunts en devises et les frais relatifs aux DTS attribués au Canada sont imputés directement au Trésor.

Le CFC a besoin d'avances en dollars canadiens pour régler ses achats de devises. Les ventes de devises donnent lieu à des rentrées de dollars canadiens, qui sont versées au Trésor et qui ont pour effet de faire baisser l'encours des avances en dollars canadiens. Des ventes cumulatives nettes de devises se traduisent par des dépôts nets en dollars canadiens au Trésor.

8. Instruments financiers

a) Gestion du risque

Le rôle du CFC à titre de principal dépositaire des réserves officielles de liquidités internationales du Canada détermine la nature des actifs détenus et des opérations menées, ainsi que l'utilisation qui est faite des instruments financiers.

Pour assurer une diversification prudente du portefeuille du CFC en matière de risque de crédit, les lignes directrices relatives aux placements prescrites par le ministre des Finances établissent des plafonds pour les avoirs selon la catégorie d'émetteurs (États souverains, organismes gouvernementaux, institutions supranationales ou institutions financières commerciales) et par type d'instruments; d'autres limites s'appliquent au montant qui peut être engagé auprès d'un même émetteur ou d'une même contrepartie.

Aux termes des lignes directrices relatives aux placements, le CFC peut détenir des titres de dette, libellés dans les monnaies désignées dans ces lignes, qui sont émis par des États souverains jouissant d'une cote de crédit élevée et par des organismes représentant ces États, ainsi que par des organisations supranationales. Ces titres doivent avoir une cote de crédit à long terme minimale de A– ou A3 décernée par deux des quatre agences de notation désignées (Standard and Poor's, Moody's, Fitch et Dominion Bond Rating Service); une des agences doit nécessairement être Standard and Poor's ou Moody's. Le CFC peut également effectuer des dépôts ou d'autres opérations auprès d'institutions financières commerciales jouissant d'une cote de crédit semblable, l'échéance de ces dépôts ne devant pas dépasser trois mois.

Dans le cadre du programme de prêt de titres, les agents ne peuvent prêter des titres, à hauteur d'un montant maximal prescrit, qu'à des contreparties figurant sur une liste approuvée par le gouvernement. Chaque emprunteur doit conclure un accord de prêt de titres avec l'un des agents. Les emprunteurs sont également tenus de donner des garanties pour les titres empruntés, selon une liste sélective approuvée par le gouvernement. Les garanties admissibles se limitent à certains types de titres et à certaines échéances et cotes de crédit. Les agents fournissent aussi une indemnité en cas de défaillance de l'emprunteur. Le CFC conclut des prêts de titres afin d'obtenir un rendement accru sur les placements.

b) Risques de taux d'intérêt et de change

On réduit les risques de taux d'intérêt et de change en appariant la structure de duration des actifs du CFC et les devises dans lesquelles ils sont libellés avec les emprunts en devises correspondants du gouvernement du Canada.

c) Juste valeur des instruments financiers

	2004		2003	
	Valeur comptable et intérêts courus	Juste valeur	Valeur comptable et intérêts courus	Juste valeur
Placements				
Encaisse et dépôts à court terme	2 672	2 672	3 067	3 067
Titres négociables				
Avoirs en dollars É.-U.	14 514	14 685	16 611	17 113
Avoirs en euros	16 698	17 552	18 573	19 306
Avoirs en yens	1 178	1 218	1 213	1 259
	35 062	36 127	39 464	40 745
DTS	1 111	1 111	1 090	1 090
Or	7	57	7	59

La juste valeur estimative de l'encaisse, des dépôts à court terme et des DTS est réputée correspondre à leur valeur comptable étant donné leur date d'échéance.

La juste valeur estimative des titres négociables est établie en fonction des cours du marché.

On a estimé la juste valeur de l'or d'après le prix établi sur le marché de Londres, qui était de 526,48 dollars l'once troy d'or fin (comparativement à 540,96 dollars en 2003).

9. Engagements

a) Swaps de devises

Le CFC peut conclure des swaps à court terme de devises avec la Banque du Canada afin d'aider cette dernière dans ses opérations de gestion de trésorerie. Aucun tirage n'a été effectué sur de tels mécanismes en 2004 et en 2003, et il n'y avait aucun engagement découlant de swaps de devises en cours au 31 décembre 2004.

b) Contrats de change

Dans le cours normal de ses opérations, le CFC conclut des contrats de change. Au 31 décembre 2004, le CFC était tenu par contrat de vendre 8 000 dollars en devises (contre 4 millions en 2003). Les gains (pertes) non réalisé(e)s sont calculé(e)s en fonction des taux de change en vigueur en fin d'exercice. À cette date, aucun(e) gain (perte) net(te) non réalisé(e) n'était compris(e) dans les revenus nets (néant en 2003).

10. Chiffres correspondants

Certains chiffres de l'exercice précédent ont été reagencés de manière à être conformes au mode de présentation adopté pour l'exercice considéré.